

信用等级公告

联合〔2020〕893号

广东省广物控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对广东省广物控股集团有限公司主体长期信用状况和拟面向专业投资者公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

广东省广物控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

广东省广物控股集团有限公司拟面向专业投资者公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

广东省广物控股集团有限公司

2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 15 亿元（含）

本期债券期限：5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2020 年 6 月 22 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	359.61	337.19	390.88
所有者权益（亿元）	96.36	119.64	163.41
长期债务（亿元）	54.75	83.31	73.98
全部债务（亿元）	193.89	160.37	171.93
营业收入（亿元）	540.86	438.84	417.84
净利润（亿元）	5.08	38.11	4.41
EBITDA（亿元）	18.61	52.89	15.03
经营性净现金流（亿元）	24.30	32.49	23.22
营业利润率（%）	4.74	5.07	5.95
净资产收益率（%）	5.54	35.29	3.11
资产负债率（%）	73.20	64.52	58.19
全部债务资本化比率（%）	66.80	57.27	51.27
流动比率（倍）	1.06	1.49	1.47
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.33	0.09
EBITDA 利息倍数（倍）	2.38	7.36	2.43
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.24	3.53	1.00

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 长期应付款中的应付融资租赁款已调整计入长期债务

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广东省广物控股集团有限公司（以下简称“公司”或“广物控股”）的评级反映了公司作为国家重点培育的 20 家流通领域大集团之一，在区域行业地位、经营规模、自有品牌、资产质量、股东背景等方面具备的综合竞争优势。2019 年 5 月，广东省人民政府将广东省商贸控股集团有限公司（以下简称“商贸控股集团”）无偿划转给公司，并将公司定位为服务粤港澳大湾区建设的生产性综合服务商。此外，2019 年，公司股东对公司增资 10.30 亿元，进一步增强了公司资本实力和抗风险能力。同时联合评级也关注到，汽车行业景气度下行、大宗商品价格波动性较大、公司综合毛利率较低、整体债务负担较重及在建工程尚需投资规模较大等因素对其经营发展及信用水平可能带来的不利影响。

未来随着聚丙烯项目二期建成达产，土地资产增值收益实现，公司综合实力将得到进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **股东背景好，政府支持力度大。**公司作为广东省人民政府全资控股的流通企业，已被列入国家商务部、发改委、财政部、中国人民银行、国家税务总局等八部委联合确定的国家重点培育流通企业之一，在资本投入、资产划拨等方面得到了国家和地方的大力支持。

2. **汽车经销业务区域行业地位突出，品牌知名度高。**公司拥有的“广物汽贸”品牌知名度高，已经建立起以珠三角为核心，辐射全

国的销售网络，是华南地区经营规模及销售额最大的汽车销售及服务连锁企业，区域行业地位突出。

3. 公司拥有大量优质土地资源，资产质量较好。鱼珠及吉山地块已纳入三旧改造范围，占地面积75.51万平方米，预计将产生可观的收储补偿及资产增值收益，另外，部分土地储备未来将作为产业地产进行开发利用，增值潜力大。

4. 商贸控股集团划入公司，进一步完善了公司业务布局。2019年5月，广东省人民政府将商贸控股集团重组并入公司，并将公司定位为服务粤港澳大湾区建设的生产性综合服务商。商贸控股集团拥有7万平方米国家直属储备糖库及存量土地16.49万平方米，负债水平低，债务负担轻。重组后，公司业务布局进一步完善，资本实力及资产流动性得到增强，债务负担进一步减轻。

5. 公司股东对公司增资，进一步增强了公司资本实力和抗风险能力。2019年，广东省人民政府多次对公司增资，公司合计收到增资款10.30亿元，公司吸收合并商贸控股集团，商贸控股集团实收资本12.00亿元转为公司的实收资本，公司资本实力大幅增强。

关注

1. 公司收入规模逐年下降，主营业务盈利能力有待提高，非经营性损益对利润贡献大。受宏观经济下行、汽车行业景气度下行、大宗商品价格与下游需求波动、公司战略调整等因素综合影响，2017—2019年，公司收入规模逐年下降，年均复合下降12.10%；公司综合毛利率分别为4.97%、5.29%和6.18%；投资收益分别占当期营业利润的44.86%、89.61%和55.68%。

2. 公司整体债务负担较重，短期债务占比较高。2017—2019年，公司全部债务资本化比率分别为66.80%、57.27%和51.27%；短期债务占比分别为71.76%、48.05%和56.97%。

3. 在建项目尚需投资规模较大，存在一

定资金支出压力。截至2019年底，公司主要在建项目拟投资规模为90.19亿元，已完成投资22.55亿元，未来尚需投资规模较大，存在一定资本支出压力。

分析师

侯珍珍 登记编号（R0040215120003）

李敬云 登记编号（R0040220010004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

 侯晓玲 李敬文

联合信用评级有限公司

一、主体概况

广东省广物控股集团有限公司（以下简称“公司”）成立于 1988 年 1 月，前身为 1951 年成立的广东省物资局，是经广东省人民政府批准设立的国有资产经营公司，属国有独资有限责任公司，在广东省市场监督管理局核准登记注册，取得营业执照，具备独立的法人资格。2015 年，根据广东省国资委粤国资函〔2014〕215 号《关于广东物资集团公司公司制改造方案的批复》，公司启动改制程序并更为现名，以 2014 年 6 月 30 日为基准日对公司资产、负债和所有者权益实施了清产核资、资产评估等工作，并以 2014 年 12 月 31 日为基准日实施完成了公司制改制，注册资本变更为 30.00 亿元，公司于 2015 年 10 月完成工商登记变更手续。经过多次增资，截至 2019 年底，公司实收资本为 52.30 亿元。实际控制人为广东省人民政府，由广东省人民政府国有资产监督管理委员会履行出资人的权利和义务。

图 1 截至 2019 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：股权投资与管理，股权受托管理，资产和企业重组、优化、转让和收购；实业投资，项目投资、管理；供应链管理，国内贸易，货物、技术进出口及代理，汽车销售及其相关服务；现代物流与仓储，国内、国际货物运输及货运代理服务；地产开发经营，物业管理与租赁；汽车、金属材料、矿产品、电子产品、木材、化工及化工原料（不含危险品）的电子商务及服务，商务策划与信息咨询。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2019 年底，公司设有办公室和董事会秘书室（信息办）、财务管理部、资金管理部、法律事务部和风险防控部、经营管理部和安全管理部、投资发展部、资本运营部、人力资源部、党群工作部、工会、纪委办公室和监察审计等职能部门（见附件 1）；纳入合并范围子公司共 235 家，在职员工共 11,901 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 390.88 亿元，负债合计 227.47 亿元，所有者权益（含少数股东权益）163.41 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 142.89 亿元。2019 年，公司实现营业收入 417.84 亿元，净利润（含少数股东损益）4.41 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.84 亿元；经营活动现金流量净额 23.22 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.47 亿元。

公司注册地址：广东省广州市北较场横路 12 号；法定代表人：方启超。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

经“证监许可〔2020〕1159 号”文同意注册，同意公司向专业投资者公开发行面值总额不超过人民币 80.00 亿元的公司债券。本期公司债券名称为“广东省广物控股集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行总规模不超过人

人民币 15.00 亿元（含），期限为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权。本期债券面值人民币 100 元，按年付息，不计复利，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于补充流动资金。

三、行业分析

公司以经营汽车和金属材料、燃料化工等大宗生产资料贸易为主业，因此下文行业分析将围绕汽车经销行业和大宗商品供应链管理服务行业展开。

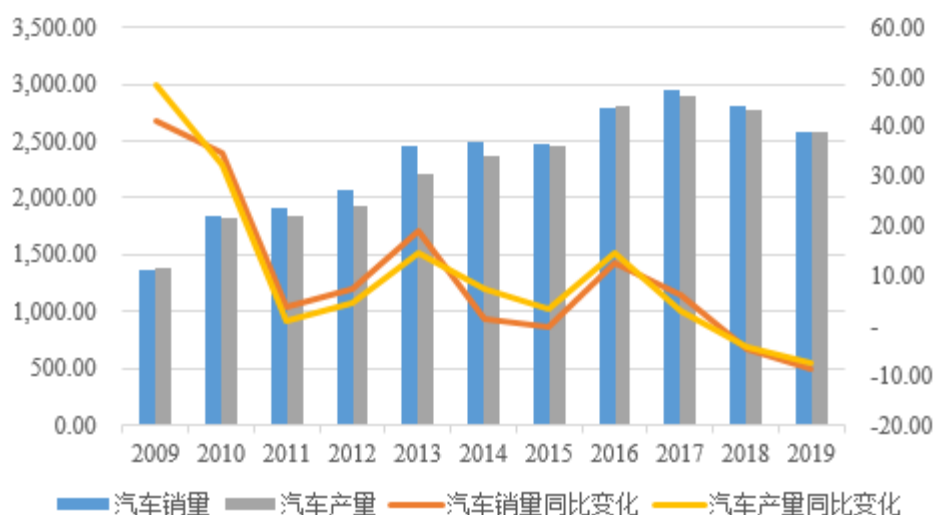
1. 汽车经销行业

（1）行业概况

2018 年以来，受购置税优惠政策全面退出以及宏观经济增速回落、中美贸易战以及消费信心不足等因素的影响，我国汽车产销量连续两年下降，汽车行业景气度持续低迷，汽车经销行业利润空间被进一步压缩。

汽车行业具有产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集等行业特点，是拉动国民经济增长的主要产业。受购置税、节能惠民补贴等产业调控政策的影响，汽车行业增速波动较大。特别是 2009 年、2010 年、2013 年及 2016 年，在汽车购置税减免等优惠政策的刺激下，汽车市场新增购车和换购需求的释放，汽车产销量增速较快。但自 2018 年以来，受购置税优惠政策全面退出以及宏观经济增速回落、中美贸易战以及消费信心不足等因素的影响，我国汽车产销量连续两年下降，2019 年全年汽车产销分别完成 2,572.1 万辆和 2,576.9 万辆，同比分别下降 7.5% 和 8.2%。

图 2 近年来我国汽车产销量情况（单位：万辆、%）



资料来源：Wind，联合评级整理。

具体车型来看，乘用车方面，2019 年，乘用车产销分别完成 2,136 万辆和 2,144.4 万辆，产销

量较上年分别下降 9.2%和 9.6%。其中，轿车产销量较上年分别下降 10.9%和 10.7%；SUV 产销量较上年分别下降 6.0%和 6.3%；MPV 产销量同比分别下降 18.1%和 20.2%；交叉型乘用车产销量同比分别下降 4.3%和 11.7%。新能源汽车方面，2019 年，新能源汽车产销分别完成 124.2 万辆和 120.6 万辆，同比分别下降 2.3%和 4.0%。其中纯电动汽车生产完成 102.0 万辆，同比增长 3.4%；销售完成 97.2 万辆，同比下降 1.2%；插电式混合动力汽车产销分别完成 22.0 万辆和 23.2 万辆，同比分别下降 22.5%和 14.5%；燃料电池汽车产销分别完成 2,833 辆和 2,737 辆，同比分别增长 85.5%和 79.2%。

汽车经销商盈利来源主要为汽车购销差价及厂商返利。2018 年，由于整车厂商根据上年销量增速制定了较高的销量指标，汽车经销商为了获得厂商返利超负荷拿车，但受经济环境和市场增长乏力的影响，当期的汽车市场销量增速进一步下降，为保障销售指标的完成和库存去化，市场中出现价格倒挂现象，经销商利润空间被进一步压缩。

根据中国汽车流通协会统计数据显示：2018 年，中国汽车经销商百强企业实现营业收入 16,339.09 亿元，同比减少 0.49%；百强企业 2018 年完成整车销量 1,129.18 万台，同比增长 19.42%。

表 1 2018 年中国汽车经销商集团前十名企业（单位：亿元、万辆）

排名	集团名称	营业收入	销量（含二手车）
1	广汇汽车服务集团股份有限公司	1,661.73	118.44
2	中升集团控股有限公司	1,077.36	46.63
3	利星行汽车	829.96	23.92
4	上海永达控股（集团）有限公司	695.18	21.92
5	恒信汽车集团股份有限公司	541.36	26.83
6	大昌行集团有限公司	445.79	13.84
7	国机汽车股份有限公司	442.53	15.38
8	浙江物产元通汽车集团有限公司	432.08	39.88
9	庞大汽贸集团股份有限公司	420.34	28.01
10	江苏万帮金之星车业投资集团有限公司	400.79	13.65

资料来源：中国汽车流通协会

（2）行业上下游情况

汽车经销及售后服务作为汽车产业链的一部分，上游为整车制造商，下游直接面对消费者。目前，国内整车制造主要以乘用车为主，本部分主要分析乘用车供给和消费影响。

①上游情况

汽车经销上游制造领域集中度较高，形成了较大的汽车集团，在品牌、产品议价等方面占据优势地位；2018 年以来，乘用车产量不断下降，汽车行业产量整体呈下降趋势。

汽车制造行业是典型的规模经济行业，规模和协同效应明显。近年来，汽车制造行业集中度不断提高，具有规模优势的企业竞争力不断增强。2020 年，乘联会公布了各家车企 2019 年度销量快报，2019 年乘用车批发销量达 2,110.3 万辆，同比下降 9.3%，排名前 3 的是一汽大众、上汽大众和上汽通用。中国汽车销售前 15 名的企业乘用车批发销量 1,681.41 万辆，占乘用车批发销售总量的 79.68%。2019 年，国内前 15 家汽车生产企业市场占有率为 75.8%，行业集中度较高。

表 2 2018—2019 年国内前 15 家汽车生产企业乘用车批发销量及市场占有率排名（单位：万辆、%）

排名	汽车厂商	2018 年	2019 年	同比增长	市占率
1	一汽大众	203.70	204.62	0.45	9.7

2	上汽大众	206.51	200.18	-3.07	9.5
3	上汽通用	196.86	160.01	-18.72	7.6
4	吉利汽车	150.06	136.16	-9.27	6.5
5	东风日产	130.05	128.74	-1.01	6.1
6	上汽通用五菱	135.56	97.91	-27.78	4.6
7	长城汽车	91.50	91.50	-0.01	4.3
8	长安汽车	85.93	80.33	-6.52	3.8
9	东风本田	71.67	80.01	11.64	3.8
10	广汽本田	74.01	77.09	4.15	3.7
11	一汽丰田	71.60	72.92	1.85	3.5
12	上汽乘用车	72.90	69.56	-4.58	3.3
13	北京现代	79.02	68.64	-13.13	3.3
14	广汽丰田	58.00	68.20	17.59	3.2
15	奇瑞汽车	54.04	60.56	12.07	2.9
合计		1,681.41	1,596.42	-5.06	75.8

资料来源：中国汽车工业协会

产量方面，2017—2019 年，乘用车产量分别为 2,480.67 万辆、2,352.90 万辆和 2,185.38 万辆，年均复合下降 6.14%，近年来乘用车产量不断下降，乘用车市场低迷。

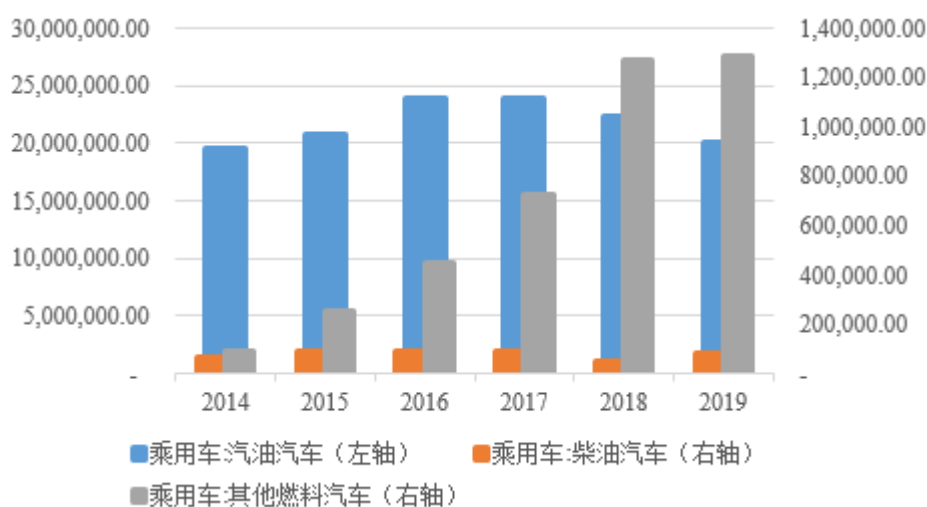
②下游情况

人均可支配收入的提高、公路基础设施的改善，推动了汽车消费需求的增长；燃油成本的上升以及对环境的影响引发了政府对传统汽车限购和对节能及新能源汽车的补贴，推动了新能源汽车的购置需求。

汽车经销商下游直接面对消费者，汽车需求主要受到居民人均可支配收入、国家政策、公路基础设施建设、燃油价格等因素的影响。

近年来，我国城镇居民人均可支配收入持续平稳增长，对乘用车的需求提供了一定的支撑，2019 年我国城镇居民人均可支配收入 42,359.00 元，同比增长 7.92%。在公路建设上，近年来，我国固定资产投资额逐年增长，平均保持 5%以上的增速，使得高速公路里程数增长至 2018 年的 13.64 万公里，这为城际之间的交通提供了很大便利，从而提升了乘用车的需求。燃油价格以及国家相关政策是影响乘用车细分领域产销量发生结构性变化的重要原因，90%以上的乘用车使用汽油作为动力燃料，但是汽油作为汽车燃料，近几年来对环境造成污染越来越严重，随着国家对新能源汽车补贴政策的出台，新能源汽车销量迅速增长，市场份额逐年提高，如下图所示。

图3 近年来乘用车细分燃料类型销量（单位：辆）



资料来源：Wind

（3）行业政策

汽车行业作为国民经济的重要行业，受到政府较多的政策调控；近期我国汽车行业相关政策的主要宗旨在于，一方面稳步提高产业的对外开放程度；另一方面通过财政、税收和金融杠杆，从需求和供给两端推动新能源汽车的发展。

①限行、限购政策

截至2018年底，我国实行限购的城市有上海、北京、贵阳、广州、石家庄、天津、杭州、深圳和海南9个省市。自2019年以来，为稳住汽车消费，相关部委已多次在政策中提及放宽限购的建议。在号召解除汽车限购上，2019年广州、深圳和海南相继对摇号指标上进行了放宽，贵阳取消了汽车限购。

②新能源汽车补贴及节能减排鼓励政策

2018年7月31日，财政部、税务总局等4部门发布《关于节能新能源车船享受车船税优惠政策的通知》，再次明确对新能源汽车免征车船税。通知明确指出：“免征车船税的新能源汽车是指纯电动商用车、插电式（含增程式）混合动力汽车、燃料电池商用车。纯电动乘用车和燃料电池乘用车不属于车船税征税范围，对其不征车船税。”

2019年6月28日，财政部、税务总局发布《关于继续执行的车辆购置税优惠政策的公告》，自2018年1月1日至2020年12月31日，对购置新能源汽车免征车辆购置税，公告自2019年7月1日起施行。免除新能源车购置税，不仅能够促进新能源汽车行业发展，也是刺激消费市场的重要举措，同时能够对冲补贴退坡的压力。

2020年3月31日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议确定了多项政策，其中，为促进汽车消费，会议提出三项有关汽车消费的利好政策：一是将年底到期的新能源汽车购置补贴和免征车辆购置税政策延长2年；二是中央财政采取以奖代补方式，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车；三是对二手车经销企业销售旧车，从5月1日至2023年底减按销售额0.5%征收增值税。

③商务部发布《汽车销售管理办法》

《汽车销售管理办法》已经2017年2月20日商务部第92次部务会议审议通过，自2017年7月1日起施行。经商发展改革委、工商总局同意，《汽车品牌销售管理实施办法》（商务部、发

展改革委、工商总局令 2005 年第 10 号) 同时废止。该办法打破了汽车销售品牌授权单一体制, 汽车流通体系进入社会化发展阶段, 重新调整了厂家与经销商之间的关系。根据新办法, 经销商销售汽车可不经供应商授权(须做出提醒说明), 有助于拓宽汽车销售渠道; 经销商可为其他品牌汽车提供配件和售后服务, 供应商不得限制经销商销售整车、配件的种类或数量, 有助于扩大经销商的销售权限。

④专用车、新能源汽车外资股比限制首放开

2018 年 4 月 17 日, 发改委在《国家发改委就制定新的外商投资负面清单及制造业开放问题答记者问》一文中明确提到, 汽车行业将分类型实行过渡期开放, 通过 5 年过渡期, 汽车行业股比限制将全部取消。7 月 28 日, 《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2018 年版)》公布, 新版外商投资负面清单规定, 自 2018 年 7 月 28 日起取消专用车、新能源汽车外资股比限制, 2020 年取消商用车外资股比限制, 2022 年取消乘用车外资股比限制以及合资企业不超过两家的限制。

⑤进口整车及零部件进口关税降低

中华人民共和国财政部发布公告称, 自 2018 年 7 月 1 日起, 降低汽车整车及零部件进口关税。将汽车整车税率为 25% 的 135 个税号和税率为 20% 的 4 个税号的税率降至 15%, 将汽车零部件税率分别为 8%、10%、15%、20%、25% 的共 79 个税号的税率降至 6%。

⑥中国对原产于美国的汽车及零部件暂停加征关税

2018 年 12 月, 国务院关税税则委员会宣布自 2019 年 1 月 1 日起, 中国对原产于美国的汽车及零部件暂停加征 25% 的关税, 恢复到之前 15% 的关税。此次暂停加征关税的政策执行 3 个月, 截止日期为 2019 年 3 月 31 日。2019 年 3 月, 国务院关税税则委员会决定自 2019 年 4 月 1 日起, 对原产于美国的汽车及零部件继续暂停加征关税, 暂停加征关税措施截止时间另行通知。

(4) 行业关注

①限购、限行城市较多, 对汽车经销行业发展产生冲击

随着居民消费升级, 个人购车势头较为强劲。但是, 受到城市道路交通拥堵、汽车尾气排放超标、城市承载力限制等因素的影响, 北京、上海、广州、天津和杭州等城市出台汽车限购政策。限购政策对全国汽车销量可能造成影响。此外, 限购还将对中低端国产品牌乘用车形成打压。

②汽车经销商议价能力较弱, 资金占用较大

汽车经销处于汽车行业下游, 实行品牌授权经营模式, 上游整车制造商拥有品牌优势, 汽车经销商处于相对劣势地位。在汽车采购方面, 汽车经销商一般实行预付货款的方式, 形成较大规模存货, 对资金需求较大, 对资金链顺畅依赖较大。

(5) 未来发展

伴随着国民经济的增长和城乡居民收入水平的提高, 我国中长期汽车消费仍将保持一定持续性, 从而为汽车经销行业的发展带来持续的动力; 未来汽车销售盈利重心将逐渐向汽车后市场转移; 汽车消费需求向三、四线城市转移。

从中长期看, 我国经济发达程度和汽车保有量水平决定中长期汽车消费的增速和持续性。城镇居民生活水平的提高、公路网络的完善、经济增长带动公路运输需求的增长都将使得潜在的市场需求转化为购买力, 支撑我国汽车行业的持续发展。

由于汽车销售业务在国内、特别是在沿海地区已相对饱和, 短期内市场步入低速增长已难以避免, 在整车销售领域竞争日益激烈, 同时加上土地价格上升、环保压力增大以及“限购”“限行”“限迁”等抑制汽车消费的外部不利条件, 由整车销售向汽车后市场服务转移将成为一种转型趋势。而且从海外汽车流通发展经验看, 汽车流通过程利润增值由制造环节逐步向汽车服务领

域转移。

随着宏观经济下行趋势的显现、环境问题持续引起关注、实行限购限行一、二线城市数量的增加，汽车销量增速大幅放缓，国内汽车市场已经出现了需求向三、四线城市转移的迹象以及从东部向西部转移的趋势。

2. 大宗商品供应链管理服务行业

(1) 行业概况

近年来，我国大宗商品贸易成交金额整体呈现较快增长态势，然而成交金额增速和成交价格易受宏观经济、市场预期、供求关系等变化的影响，传统贸易商的盈利空间日益收窄，风险敞口进一步扩大，面临的市场风险高。在此环境下，行业内企业降本增效的供应链管理需求进一步凸显。

供应链管理服务行业作为新经济的产物，属于现代物流业的范畴，通过不同的供应链服务模式，整合优势资源，帮助不同产业链的企业实现从研发、采购、生产、运输、仓储、供应链金融到市场营销、分销终端等各个环节的全流程供应链管理和优化，汇集物流、贸易、资金、信息、咨询等多重功能，从而促进企业价值及竞争力的提升。

供应链管理服务行业的贸易环节盈利大小主要取决于两方面的因素，一方面为社会贸易总规模；另一方面为贸易产品的价格波动。目前市场上主流的供应链服务企业的盈利模式主要分为两大部分：一部分是供应链企业自身参与到产品的流通过程中，通过对产品的买卖赚取中间差价来获得盈利；另一部分是供应链企业提供的服务，通过向企业收取服务费来盈利。近年来，中国经济稳中有变，下行压力加大，在供给侧结构性改革和去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板的“三去一降一补”大背景下，中国大宗商品市场正在向规模化、专业化、规范化和国际化转型，煤炭、钢铁、铁矿石等大宗商品市场面临结构性调整，倒逼物流企业向供应链管理服务业务转型并提升效率，同时政府也开始推出支持政策推动供应链管理服务企业发展，供应链管理服务行业开始迅速成长。目前，我国供应链管理服务渗透度较高的行业主要是大宗商品贸易（如钢铁、矿石、煤炭、纸浆），仓储、物流及管理服务是其最基础的三个因素。供应链管理服务主要包括三个子行业，分别是大宗商品供应链服务行业、物流类供应链服务行业和仓储类供应链服务行业。公司属于大宗商品供应链服务行业。

大宗商品贸易主要涵盖能源类、工业原料、农产品和贵金属四大类别，其中能源类主要包括原油、燃料油、煤炭等，工业原料主要包括有色金属、黑色金属、化工品等，农产品涵盖大豆、玉米、小麦、棉花等产品，贵金属主要包括黄金、白银等。从我国大宗商品现货市场来看，现货行业积极响应国家下发的相关文件精神，在改革的大格局下，现货行业迎来了新的机遇。价格方面，近年来，世界经济增速放缓，主要大宗商品价格指数均呈现下跌趋势，2015年底达历史低位。但2016年初，随着中国供给侧结构性改革深入，大宗商品市场的改革红利初显，经历了15年的触底之后，大宗商品价格出现反弹，投资者预计削减过剩产能会导致原材料短缺，纷纷买入大宗商品期货，一度造成铁矿石、棉花等原材料价格暴涨。2017年月中旬在短暂价格回落之后，我国大宗商品价格指数持续上扬，2018年，大宗商品价格指数总体处于高位，经历2018年底大宗商品价格指数短暂下跌，2019年大宗商品价格指数总体仍处于上升态势。

图 4 近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：Wind

在此环境下，传统贸易商的贸易价差空间逐步缩小，盈利空间日益收窄，成本节约的需求更加突出。越来越多的大宗商品贸易商开始整合产业链，向上游和下游延伸，在获得上下游资源的同时，逐步渗透产业链的各个环节，拓展盈利空间，创造增值机会，开始扮演产业链管理者的角色。此外，大宗商品贸易商面临日益复杂的贸易环境，随着商业竞争日益激烈、贸易方式灵活多样，贸易商越来越面临更多种风险，包括市场风险、信用风险、资金风险、内部控制风险、汇率风险等，上下游产业链的整合，有利于贸易商抵御市场波动风险，提高企业的稳定性。

（2）行业政策

我国尚未专门针对供应链行业制定相应的法律法规，但供应链管理服务作为物流、金融的领域的重要组成部分，已经得到政府的重视，受到越来越多的政策支持。

2017 年 10 月 13 日，国务院办公厅印发《国务院办公厅关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》，明确指出：到 2020 年，形成一批适合我国国情的供应链发展新技术和新模式，基本形成覆盖我国重点产业的智慧供应链体系，培育 100 家左右的全球供应链领先企业，重点产业的供应链竞争力进入世界前列，中国成为全球供应链创新与应用的重要中心。这表明我国的供应链产业将迎来一个大的发展时期。

2018 年 1 月 18 日，在全国统计工作会议上，国家统计局局长宁吉喆表示，2018 年将加快构建新时代现代化统计调查体系。其中包括研究建立反映数字经济、共享经济、现代供应链的统计制度；进一步完善全面建成小康社会指标体系。在最新的《国民经济行业分类》（GB/T 4754-2017）中，供应链管理服务已明确单列统计类别：商务服务业-7224-供应链管理服务。

2019 年 1 月 19 日，为全面贯彻落实党的十九大精神和国务院的相关部署，大力推动我国供应链创新与应用，中国物流与采购联合会联合各理事单位成立现代供应链研究院。

（3）行业关注

①我国供应链管理服务企业综合服务能力较弱

目前，我国国内能够提供供应链管理或类似服务的公司大多从事单一业务或局限于产业链某一环节，大部分供应链管理实践仍停留在自营物流和第三方物流阶段，缺乏大规模、多用户的综合服务能力，资金规模亦较小，真正应用供应链管理的企业和专业从事供应链管理的服务商都相对较少。此外，我国供应链服务行业分散化的管理模式已成为供应链服务行业发展的制度瓶颈，必须建立适应供应链服务产业集约高效发展的体制环境，以确保市场机制充分发挥作用，从而促进各种供应链服务活动的规范化并最终推动供应链服务行业健康有序发展。

②大宗商品贸易行业竞争激烈，产能过剩导致价格波动幅度大

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长有所趋缓；经济贸易全球化使得国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。近年来钢材、建材等多个行业产能出现全面过剩，对市场的平稳健康运行形成明显冲击，但相信随着供给侧结构性改革的深入，我国大宗商品市场会迎来新一轮的发展机遇。

（4）未来发展

供应链管理行业面临较大的市场需求，未来将进一步向产业链各个环节延伸拓展，积极探索大宗商品电子商务平台发展，实现商流、物流、信息流、资金流和工作流的深度融合。

随着行业结构调整和产业整合升级的持续深入，制造业采购、物流服务外包趋势的进一步增强，带动了大宗商品供应链服务领域的快速发展，同时物流服务也由单一环节的传统服务向产业链各个环节延伸拓展，向供应链一体化、信息化和智能化转变，企业不断拓宽服务内容，完善服务模式，贸易物流一体化发展、规模化运作已成为目前供应链管理服务企业的主要发展方向。

“互联网+传统行业”的有机融合将进一步推动我国经济发展，实体经济提质增效。对于供应链管理服务企业来说，积极探索大宗商品电子商务平台发展，整合供应链核心信息和业务流程，建立管控平台，实现信息流、资金流和物流三者的融合共通将成为企业发展的重要任务。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为国家重点培育的现代流通企业，经营规模在广东区域处于领先地位；优质土地资产可为公司带来可观的增值收益。

公司是广东省政府授权的国有资产经营公司，是国家商务部、发改委、财政部、中国人民银行、国家税务总局等八部委联合确定的国家重点培育的 20 家现代流通企业之一，是国务院确定的全国 100 家现代企业制度试点单位之一。经过多年的发展，公司成为经营规模位居广东流通业第一、全国前列的现代大型流通企业。

公司核心主业为国内贸易流通，已在广州地区兴建了广东汽车市场、广东汽车销售维修基地、广东金属物资市场、广东鱼珠物流基地、广东鱼珠国际木材市场和广东电器市场等 6 大专业市场和物流基地，其下属子公司广物汽贸股份有限公司（以下简称“广物汽贸”）已成为华南地区经营规模及销售规模最大的汽车销售及服务连锁企业。

此外，作为经营历史悠久的国有企业，公司在广州市及周边区域拥有较为丰富的优质土地资产，未来有望带来较为可观的资产增值收益。

2. 人员素质

公司高级管理人员具有多年相关行业管理经验；员工以中青年为主，学历结构能够满足公司发展需求。

公司现有董事、监事及高级管理人员共 14 名，其中董事 7 人，监事 2 人，高级管理人员 5 人。

公司党委书记、董事长方启超先生，出生于 1963 年，研究生毕业，教授级高级工程师，历任广东省基础工程集团有限公司总经理，广东华隧建设股份有限公司董事长、党委书记，广东省建工集团有限公司总经理助理、副总经理、总经理、党委副书记，2016 年 12 月任公司董事长、党委

书记。

公司党委副书记、董事、总经理梁庆彦先生，出生于 1967 年 12 月，经济师，历任广东省商业企业集团公司党委委员、副总经理，广东省商贸控股集团有限公司（以下简称“商贸控股集团”）党委委员、副总经理，商贸控股集团党委副书记、董事、总经理，2019 年 6 月起任公司党委副书记、董事、总经理。

截至 2019 年底，公司在职员工总人数 11,901 人，从文化程度看，大专及以下学历占 79.29%，本科学历占 19.15%，研究生及以上学历占 1.56%；从年龄结构上看，30 岁及以下员工占 45.52%，30~50 岁员工占 45.64%，50 岁以上员工占 8.84%；从技术职称上看，公司具有初级职称及以上人员占公司人员总数的 17.12%。

五、公司治理

1. 治理结构

公司治理结构较为简单，但基本能够满足公司经营发展的需要。

公司是按照《公司法》改制的国有独资有限责任公司，广东省人民政府是公司国有资产出资者，行使公司国有资产出资者职能，公司是企业法人和国有资产的投资主体，代表广东省政府行使资产的占有、使用、处分、收益的权力，对出资者承担国有资产的保值增值责任。

公司不设股东会，董事会是公司的决策机构，对出资者负责，根据授权范围行使出资者职权，决定公司的重大事项。

公司董事会由 7 人构成，其中集团董事 3 人，外部董事 4 人。董事会成员由出资者按有关规定和程序委派或更换，其中有 1 名职工董事，由职工民主选举产生。董事每届任期三年，任期届满，经批准可以连任。董事会设董事长 1 名，任期三年，任期届满，经批准可以连任。

公司设总经理 1 人，副总经理 4 人，总会计师 1 人。总经理负责主持公司的生产经营管理工作，执行董事会决议，依照《公司法》和公司章程的规定行使职权，向董事会报告工作，对董事会负责，接受董事会的聘任、解聘、评价、考核和奖惩。副总经理协助总经理工作，副总经理对总经理负责。

公司设立监事会。监事会成员 2 人，均为职工监事。公司董事、高级管理人员不得兼任监事。监事每届任期三年，职工监事任期届满，连选可以连任。（根据十三届全国人大一次会议通过的国务院机构改革方案以及广东省机构改革的决策部署，广东省国资委国有企业监事会职责划入广东省审计厅，监事会成员划归广东省审计厅管理，广东省审计厅建立了派驻省管企业审计专员制度，原监事会成员转为审计专员办成员。根据上述政策，公司原专职监事已调整到广东省审计厅任职，公司仅保留职工监事。）

2. 管理体制

公司内部管理制度较为健全，可以满足公司的日常经营管理需要。

截至 2019 年底，公司设有办公室和董事会秘书室（信息办）、财务管理部、资金管理部、法律事务部和风险防控部、经营管理部和安全管理部、投资发展部、资本运营部、人力资源部、党群工作部、工会、纪委办公室和监察审计部等职能部门，并且建立了较为完善合理的管理和内部控制制度。

预算管理方面，公司制定了《广东省广物控股集团有限公司全面预算管理实施办法》。全面预算管理依据企业发展战略目标和年度计划，进行层次分解，下达至企业内部各经济单位，以预

算、控制、协调、考核等为内容，对经营管理活动全过程进行控制和管理，对实现的业绩进行考核与评价。

财务管理方面，公司总部设立了资金运营中心，对整个公司的资金使用、内部资金调剂、银行账户、货币资金余额、结算管理、资料报送、资金档案管理等进行规范和管理。资金运营中心的运营原则是：集中管理，效益优先，强化监控，统筹安排，分级实施。资金运营中心通过网上银行系统，每工作日 9 点定时将各行子公司账户中超过 1 万元的资金归集至归集户中。子公司如需对外付款，权限以外的资金拨付在通过资金运营中心审核后，由资金运营中心主动将款项拨付至子公司账户，并要求子公司当天付讫，否则款项于次日 9 点将再次被归集。每笔资金均须经过子公司主管、经理、法人代表、集团资金运营中心经办、复核和授权共六级审核同意才能对外支付。

投资管理方面，公司在对外投资方面建立了一套严格的审批制度，设有专门的投资审查委员会，对被投资项目从财务、业务及法务等方面进行充分论证审核，通过法定审批程序批准后，方可对外投资。公司的投资项目必须遵循符合国家法律、法规，符合国家产业政策和公司发展战略目标，有利于调整产品结构，提高生产技术水平，稳定协作配套关系，稳定和巩固营销体系，确保对外投出资本的保值、增值。投资项目若为与系统外单位或个人合作项目，公司在进行对外投资还必须首先取得由对方提供的公司认可并具有法律效力的投资文件，确保项目未来的顺利运行。

融资管理方面，公司制定有严格的融资管理制度，资金实行统一管理、统一调拨，统一对外议价。下属企业在向金融机构申请授信时，融资方案须向公司资金运营中心报批，公司还对融资价格实行上限管理，成本超过公司定价的授信不得提用。此外，下属企业还需定期向公司结算中心报送本单位在外授信总量及余额情况，方便总部进行统筹管理。

担保管理方面，公司制定的《财务管理制度》中，担保范围为公司与子公司之间及子公司与子公司之间，严禁对集团以外的任何企业、社会团体或个人提供担保，对外担保由公司实行统一管理，未经公司批准，任何人无权以公司名义签署对外担保合同、协议或其他类似的法律文件；未经公司批准，公司子公司不得对外提供担保，也不得相互提供担保。同时，公司制定了《担保管理规定》，建立权责明晰、严密规范的对外担保管理体系，控制担保风险，保障公司及股东的合法权益。

六、经营分析

1. 经营概况

2017—2019 年，受汽车行业景气度下行和公司战略调整影响，公司收入规模逐年下降；受益于“提质增效”战略效果逐步显现以及聚丙烯项目达产，公司综合毛利率呈逐年上升趋势，但主业盈利能力仍有待提升。

公司以经营汽车、金属材料、燃料化工等大宗生产资料贸易为主业，拥有国家授予的燃料油、钢材、塑料等特种物品进口经营权。目前，公司经营业务分为汽车及配件销售、金属材料销售、燃料化工产品销售、物流及其他业务四个板块。

受宏观经济增速放缓、大宗商品价格与需求波动、汽车行业景气度下行和公司主动收缩高风险、低盈利业务等因素综合影响，2017—2019 年，公司营业收入逐年下降，分别为 540.86 亿元、438.84 亿元和 417.84 亿元，年均复合下降 12.10%；公司营业成本逐年下降，分别为 514.00 亿元、415.61 亿元和 392.00 亿元，年均复合下降 12.67%，与营业收入降幅基本一致。2017—2019 年，公司分别实现净利润 5.08 亿元、38.11 亿元和 4.41 亿元，2018 年公司净利润大幅增长 6.51 倍，主

要系公司出售广东广物房地产（集团）有限公司（以下简称“广物房地产”）股权确认大额投资收益所致；归属于母公司所有者的净利润分别为 4.40 亿元、37.02 亿元和 2.84 亿元。

从收入构成看，汽车及配件销售、金属材料销售及燃料化工产品销售为公司三大传统主业，2017—2019 年上述三个板块收入贡献度在 85%以上，主业较为突出。分板块看，2017—2019 年，受汽车行业景气度下行影响，汽车及配件销售板块收入逐年下降，年均复合下降 5.80%，分别占营业收入的 38.51%、42.87%和 44.23%，为公司最大收入来源。2017—2019 年，公司主动减少了传统大宗贸易的业务量，由传统贸易企业向生产性服务供应商转型，导致金属材料销售板块收入逐年下降，年均复合下降 23.45%，分别占营业收入的 39.09%、38.00%和 29.65%。2017—2019 年，为规避价格风险和汇率风险，燃料化工板块逐步收缩煤炭自营业务，同时受公司内部重组整合等原因影响，燃料化工产品销售板块收入波动下降，年均复合下降 8.12%，分别占营业收入的 11.38%、10.43%和 12.42%。物流及其他业务板块主要包括巨正源股份有限公司（以下简称“巨正源”）、物流业务以及产业地产业务收入等。2017—2019 年，公司物流及其他业务板块收入波动下降，2018 年收入下降主要系公司调整结构，减少了风险性较大的业务所致，2019 年收入增长主要系聚丙烯项目投产以及重组合并商贸控股集团所致。

从盈利情况来看，2017—2019 年，汽车及配件销售业务为公司经营利润的核心来源，毛利率分别为 6.97%、7.46%和 6.66%；公司金属材料销售板块盈利来源包括购销差价、银承现汇比、银承时间差、规格差等多环节，毛利率分别为 1.42%、1.73%和 1.55%；燃料化工产品销售板块毛利率波动增长，分别为 1.82%、2.82%和 2.31%，主要系公司减少低毛利业务所致；物流及其他业务毛利率波动上升，分别为 13.80%、13.13%和 18.19%，2019 年毛利率大幅上升主要系合并商贸控股集团以及毛利率较高的聚丙烯项目投产所致。综上，2017—2019 年，公司综合毛利率分别为 4.97%、5.29%和 6.18%，呈逐年上升态势。

表 3 近年来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
汽车及配件销售	208.30	38.51	6.97	188.15	42.87	7.46	184.82	44.23	6.66
金属材料销售	211.41	39.09	1.42	166.75	38.00	1.73	123.89	29.65	1.55
燃料化工产品销售	61.57	11.38	1.82	45.78	10.43	2.82	51.89	12.42	2.31
物流及其他业务	59.58	11.02	13.80	38.16	8.70	13.13	57.24	13.70	18.19
合计	540.86	100.00	4.97	438.84	100.00	5.29	417.84	100.00	6.18

资料来源：公司提供，联合评级整理

2. 汽车及配件销售

2017—2019 年，公司汽车及配件销售业务收入逐年下降，但仍为公司最大收入来源，经销的汽车品牌以中低端为主；收入主要来源于广东省内，在广东省内行业地位较高。

公司汽车及配件销售业务由广物汽贸负责运营。目前广物汽贸建立起了以珠三角地区为核心的销售网络，已成为华南地区经营规模及销售额最大的汽车销售及服务连锁企业。截至 2019 年底，广物汽贸在全国范围内共有超过 200 个销售网点，以自建、联营等方式控制的 4S 店共计 138 家，其中广东省内（含广州市）116 家，广东省外 22 家；经销的中外汽车品牌有五菱、上海大众、广州本田、奥迪等约 30 个。截至 2019 年底，广物汽贸资产总额 71.54 亿元，净资产 15.92 亿元；2019 年广物汽贸实现营业收入 184.82 亿元，净利润 0.67 亿元。

（1）基本经营情况

2017—2019 年，公司汽车及配件销售业务主要包括汽车销售、维修保养、检验服务及其他，其中汽车销售收入占比均在 85%以上，衍生服务（包括汽车维修保养、精品及延伸服务、汽车检验服务等）收入占比呈波动上升趋势，对收入贡献较小。2017—2019 年，汽车销售收入逐年下降，分别为 180.94 亿元、159.96 亿元和 157.29 亿元，2018 年降幅较大原因主要为受 1.6L 以下小排量汽车购置税补贴政策退出及广州实施限行政策影响。汽车维修保养业务和检验服务及其他业务经营情况较为平稳。

表 4 近年来公司汽车及配件板块收入构成概况（单位：亿元、%）

类别	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
汽车销售（含二手车）	180.94	86.86	159.96	85.02	157.29	85.11
汽车维修保养	15.55	7.47	16.09	8.55	15.75	8.52
检验服务及其他（含保险、汽车金融等）	11.81	5.67	12.10	6.43	11.78	6.37
合计	208.30	100.00	188.15	100.00	184.82	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

汽车销售业务方面，广物汽贸目前已经成为重庆长安、五菱的广东省区域代理以及奥迪、上海通用、凯迪拉克等品牌的授权经销商，其中五菱销量位居各品牌前列。2017—2019 年，广物汽贸汽车销量分别为 16.88 万辆、14.53 万辆和 13.96 万辆，呈逐年下降趋势，主要系五菱、长安、福特等品牌销量下降所致，整体品牌结构仍以中低端为主。

表 5 近年来公司主要汽车品牌销售情况（单位：辆、亿元、%）

类别	2017 年			2018 年			2019 年		
	销售数量	销售金额	销售额占比	销售数量	销售金额	销售额占比	销售数量	销售金额	销售额占比
五菱	75,985	39.46	21.81	56,386	26.65	16.66	43,924	22.83	14.51
长安	15,797	6.37	3.52	15,019	5.76	3.6	13,862	6.63	4.22
上海通用	8,237	11.06	6.11	8,145	10.14	6.34	6,323	8.83	5.61
奥迪	8,764	24.07	13.3	10,763	31.02	19.39	11,515	32.8	20.85
上海大众	9,588	13.66	7.55	6,752	10.69	6.68	8,016	12.92	8.21
福特	10,168	14.1	7.79	6,461	9.96	6.23	4,239	6.40	4.07
一汽大众	6,214	6.21	3.43	6,077	5.87	3.67	8,206	10.10	6.42
金杯	1,931	1.35	0.75	1,561	1.2	0.75	791	0.64	0.41
广州本田	19,143	23.29	12.87	14,896	18.2	11.38	15,886	19.91	12.66
凯迪拉克	3,356	8.37	4.63	4,022	9.32	5.83	4,704	11.10	7.06
合计	159,183	147.94	81.76	130,082	128.81	80.53	117,466	132.16	84.02

资料来源：公司提供，联合评级整理

维修保养业务方面，维修保养业务是广物汽贸汽车及配件销售板块主要利润来源之一。近年来，广物汽贸汽车保养、维修量和营业额稳居广州地区维修行业的龙头地位。截至 2019 年底，汽车维修及保养业务涵盖了 30 多个汽车品牌，覆盖华南超过 200 个服务点，拥有售后服务人员及专业技师逾 3,600 名，拥有基盘客户达 80 万，一年期保有客户 50 多万。2019 年，广物汽贸全年完成维修量 116 万台次。

检验服务及其他业务方面，检验服务及其他主要包括汽车精品、上牌代办、保险及金融等汽车后市场服务。广物汽贸是广州第一具有双线的安检站，检测能力 300 辆/天。除此之外，广物汽贸还拥有 6 条环保检测线，是广州第一家环保检测示范站，承担环保局的检测实验任务，为扩展检测业务奠定了基础。

（2）采购

整车采购方面，各品牌汽车制造商对单个 4S 店提出商务计划，公司 4S 店与对应品牌汽车制造厂商签订年度商务计划，将全年指标分割成各月并制定当月采购计划，汽车制造厂商根据各车型产能以及 4S 店上月实际销售情况调整各月实际采购数量。在完成厂家的商务计划后，厂家予以额外的厂家返利。从结算方式来看，公司对上游供应商一般采用现金和银行承兑汇票支付，银承期限为 2~6 个月。

（3）销售

公司汽车销售主要通过区域总代理和 4S 店两种渠道进行，即批发和零售两种模式，其中零售模式销售占比在 85% 以上。从销售区域看，公司在华南地区汽车经销行业地位较高，2017—2019 年，广东省内（包括广州市）汽车销售收入占比分别为 84.42%、85.15% 和 84.27%，较为稳定。市场占有率方面，公司目前是广州市凯迪拉克品牌的主要代理商，代理凯迪拉克品牌在广州市的销售占比为 60%，代理雪佛兰的销售占比为 20%。此外，公司在广州市、深圳市、佛山市、中山市、湛江市、茂名市及贵州省贵阳市均建有奥迪汽车专卖店，其中广州君奥店是奥迪在全国第一批专卖店，广州粤奥店是奥迪在广州地区的旗舰店，公司代理奥迪品牌在广州市的销售占比为 30%。

截至 2019 年底，公司以自建、联营等方式控制的 4S 店共计 138 家；销售中外汽车品牌包括五菱、长安、上海通用、奥迪等约 30 多个。2019 年，公司 4S 店模式实现销售收入为 159.62 亿元，同比减少 3.21 亿元。

表 6 近年来公司汽车销售网点区域分布（单位：家）

	2017 年	2018 年	2019 年
广州市	59	53	52
广东省内（不含广州市）	58	63	64
广东省外	21	22	22
合计	138	138	138

资料来源：公司提供

区域总代理模式下，广物汽贸主要业务是向下一级经销商批发车辆（占比超过 90%），兼营对私零售。在与下一级经销商结算过程中主要采取预收现金或者银承方式，以降低交易风险。目前，广物汽贸为重庆长安、五菱的省级区域代理，在广州市、佛山市、中山市、东莞市、深圳市均建有五菱汽车专卖店和分销网点，代理五菱品牌在广州市的销售占比为 100%，在东莞地区的销售占比为 100%，在深圳地区的销售占比为 95%。2019 年，公司区域总代理模式实现销售收入 23.47 亿元，同比减少 0.18 亿元。

3. 金属材料销售

2017—2019 年，公司金属材料销售板块产品以钢材和有色金属为主，由于公司主动缩减有色金属销售规模，公司金属材料销售板块收入逐年下降；销售模式以自营为主，销售及采购集中度较低。

金属材料销售一直是公司的主营业务之一，公司已成为华南地区金属材料流通龙头企业之一，

主要产品为钢材、生铁、铁矿石等黑色金属，铝、锌、铜等有色金属，以及水泥、砂石等建材。2012年，公司通过整合金属材料销售板块内部资源，成立广东广物金属产业集团有限公司（以下简称“金属产业集团”），逐步以金属产业集团为对外平台，充分发挥规模优势，进一步提升了金属材料销售板块行业地位及市场竞争力，拓宽了销售网络。截至2019年底，金属产业集团资产总额为38.74亿元，净资产为15.30亿元；2019年金属产业集团实现收入123.89亿元，净利润0.53亿元。

产品结构方面，公司金属材料销售以钢材和有色金属为主，2019年有色金属销售额大幅减少，主要原因系公司主动减少了盈利不确定性高的业务和电解铜、锡锭市场价格下跌所致。

表7 公司近年金属材料销售情况（单位：亿元、%）

种类	2017年		2018年		2019年	
	销售金额	销售占比	销售金额	销售占比	销售金额	销售占比
钢材	90.02	42.58	70.73	42.42	73.35	59.21
铁矿石	27.40	12.96	14.15	8.49	13.00	10.49
有色金属	87.38	41.33	74.01	44.38	27.68	22.34
其他	6.61	3.13	7.86	4.71	9.85	7.95
合计	211.41	100.00	166.75	100.00	123.89	100.00

注：有色金属主要包括铝、锌、铜等，若出现合计数与各分项数值之和不等，系四舍五入所致
资料来源：公司提供，联合评级整理

（1）采购

在采购方面，公司已与多家钢材、铁矿石、有色金属材料厂商及贸易企业形成稳定合作关系。公司与上游供应商签订年度框架协议或单笔采购合同进行采购，主要通过现金和银行承兑汇票的方式完成采购结算，其中银行承兑汇票主要用于合作时间较长的供应商，对于临时性采购多采用钱货两清方式结算。2013年下半年以来，广东地区出现钢贸危机并逐步扩大，公司主动与上游钢铁企业协商并达成一致意见，将原本主要以款到发货的结算模式改为款到发货与货到付款并存的结算模式，以控制风险。

2019年，公司金属材料板块前五大供应商采购额合计占比为27.50%，集中度较低。

表8 2019年金属材料销售板块前五名供应商（单位：亿元、%）

名称	产品	金额	占比
广州广钢新材料股份有限公司	螺纹钢	9.45	7.28
中船重工物资贸易集团广州有限公司	电解铜	7.23	5.57
上海中泰多经国际贸易有限责任公司	铝锭	6.76	5.20
乌兰浩特钢铁有限责任公司	螺纹钢	6.61	5.09
阳春新钢铁有限责任公司	螺纹钢	5.67	4.36
合计	—	35.72	27.50

注：上表数据统计已剔除关联交易
资料来源：公司提供

（2）销售

销售模式方面，公司金属材料贸易主要采用自营和代理两种经营模式。2017—2019年，自营收入约占70%，代理模式的约占30%。受益于公司着力提高重点基建工程类客户销售比重，市场批发零售模式销售额占比不断下降，但仍为公司主要销售模式。

表9 公司金属材料销售模式情况（单位：亿元、%）

销售模式		2017 年		2018 年		2019 年	
		销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
自营	供应终端客户和重点工程类	31.71	15.00	33.35	20.00	23.85	19.25
	市场批发零售	116.28	55.00	88.38	53.00	55.96	45.17
代理	代理/代销/代订货	63.42	30.00	45.03	27.00	44.08	35.58
合计		211.41	100.00	166.75	100.00	123.89	100.00

资料来源：公司提供

①自营模式

公司钢材业务的主要销售对象为广东省内客户，其中珠三角地区的销售量占比超过 90%，铁矿石及有色金属则主要销往省外。公司采用“供应终端客户和重点工程类”与“市场批发零售类”相结合的模式，充分利用现有的市场及网络资源做大做强。在自营模式下，公司主要根据市场价格情况、下游企业议价能力以及公司资金周转情况确定销售价格。市场批发零售类价格随行就市，公司在承担价格风险的同时也增加了业务的获利机会，风险与收益同向变动，一般采用先款后货的结算方式，货物可由客户自提、公司承运或厂家配送。价格波动风险控制方面，自营模式下公司主要采取套期保值、与上游/下游签订背靠背价格结算条款、提高重点基建工程类客户销售比重等措施。

供应终端客户和重点工程类，公司参与项目公开招投标或邀标，在中标后获得对重点工程项目的物资供应权。货物流转一般采用公司承运或厂家直供，由工程授权签收人确认后完成货物交接，结算采用赊销或预收方式进行，在约定结算期内收回货款；获得物资供应权后，公司通过自身的渠道优势，在符合工地要求的情况下，通过组合不同品牌、网价、物流运距等选择自身成本最低的物资进行供应。目前国家正大力推进粤港澳大湾区建设，在工程招投标方面，公司不断强化自身工程服务能力，持续深化与广东省建筑工程集团有限公司、中国建筑集团有限公司、中国中铁股份有限公司和中国交通建设股份有限公司等单位合作，推进重点工程业务。

②代理模式

代理模式主要包括传统代理和代订货模式。

代理模式是公司通过上下游背对背的方式，在获取一定收益并且控制货权的情况下，将价格风险背书给上家或下家的经营模式，主要包括利用自身渠道优势代理上游客户销售或代理下游客户向上游采购两种方式。公司与委托人签署书面代理购销协议，约定代理贸易业务的周期、数量、结算方式等。在协议约定的范围内，代理委托人向上游供应商采购，并收取委托人一定的代理费作为报酬。代理模式中，客户可按需向公司批次订货，公司根据批次订货协议向上游采购。货物存放在国有第三方仓库以及自有仓库，但公司并未进行仓单质押融资，因仓单质押融资手续较繁琐，办理时效性差，贸易型企业存货周转较快。

代理采购模式的贸易结算，一般先向下游预收一定比例保证金，下游提货时付清剩余款项，全款前物权归公司所有，全款后客户提取货物。客户提交订单时缴纳一定比例保证金（一般在 20% 左右，如价格出现一定下降（如 5%），客户需向公司补充相应风险保证金）。如客户无法如期带款提货，公司可通过提高保证金额度或存货变现等方式控制风险。在代理模式下，公司可与上游主要供应商协商付款方式，一般可选预付、赊销和一定比例保证金，上游收取的比例保证金一般在 10%~15%，待货物运达公司或指定仓库后完成结算。

代理销售模式的贸易结算，一般公司收到上游厂商的货权后，先按约定的暂定价支付 80%~

85%比例的货款，待公司完成货物销售后，再根据结算价格向上游补齐相关货款，在代理销售过程中，相关的价格风险由上游厂商承担，公司赚取一定的销售佣金。

近年来，因大宗商品价格波动较大的原因，公司主动调减了传统贸易业务量，并持续推进混合所有制改革，由传统贸易商向供应链集成服务商转型。探索成立建筑材剪切配送中心、板材剪切配送中心，成立仓储服务与剪切配送一体化中心；钢材业务通过产融结合，深化银企合作，依托“钢铁王国”线上平台，向客户提供供应链集成服务（包括线上采购、销售、云仓储、供应链金融、物流运输、信息服务等）；开展砂石贸易的同时寻找合适矿源，由传统贸易向委托加工等方式转型；同时推进龙沙码头水泥中转库建设，持续发展建材业务。在国家粤港澳大湾区布局下，公司将继续拓展终端客户，服务于基础建设工程，积极推进金属板块业务转型发展。

2019年，公司金属材料销售前五名客户销售额合计占比为17.93%，集中度较低。

表10 2019年金属材料销售板块下游前五名客户（单位：亿元、%）

名称	产品	金额	占比
阳春新钢铁有限责任公司	进口铁矿	7.30	5.90
广州广钢新材料股份有限公司	螺纹钢	5.34	4.31
广州市建材发展集团有限公司	螺纹钢	3.41	2.75
敬业钢铁有限公司	进口铁矿	3.23	2.61
平山县敬业冶炼有限公司	进口铁矿	2.92	2.36
合计	--	22.20	17.93

注：上表数据统计已抵消内部交易

资料来源：公司提供

4. 燃料化工板块

2017—2019年，公司燃料化工板块逐步收缩煤炭自营业务，煤炭及制品销售收入逐年下降，销售集中度很高；石油及制品销售收入波动下降，化工材料及制品销售收入逐年增长。

公司燃料化工销售板块主要以煤炭及混合芳烃等石油化工销售为主。2018年12月，为贯彻落实广东省委、省政府和广东省国资委关于省属国企“压层级、降负债、出清僵尸企业”的战略部署，充分发挥广东广物国际贸易有限公司代理进出口贸易的优势，优化公司能源化工板块资源配置及业务结构，广东广物国际贸易有限公司、广东广物能源化工集团有限公司和广东省民用爆破器材有限公司合并为广东广物国际能源集团有限公司（以下简称“国际能源集团”）。截至2019年底，国际能源集团资产总额为20.55亿元，净资产为11.31亿元；2019年实现营业收入51.89亿元，净利润0.12亿元。

2017—2019年，为规避价格风险和汇率风险，燃料化工板块逐步收缩煤炭自营业务，煤炭及制品收入逐年下降；石油及制品销售收入波动下降，主要系原油价格波动所致；化工及化学产品销售收入规模为逐年增长，主要系橡胶和甲醇业务加大了经营规模，通过加大投研力度踏准市场和善用期货套保工具规避风险，实现收入利润双增长。

表11 燃料化工板块主要产品销售情况（单位：亿元、%）

产品	2017年		2018年		2019年	
	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比
煤炭及制品	21.02	29	11.71	30	4.51	9
贸易方式	19.34亿元为自营，1.68亿元为代理		代理		代理	
石油及制品	22.69	32	6.54	14	11.52	22

贸易方式	19.66 亿元为自营, 3.03 亿元为代理		5.19 亿元为自营, 1.35 亿元为代理		11.40 亿元为自营, 0.12 亿元为代理	
化工及化学产品	17.62	20	21.00	46	22.71	44
贸易方式	16.86 亿元为自营, 0.76 亿元为代理		20.24 亿元为自营, 0.76 亿元为代理		自营	

资料来源: 公司提供

经营模式上, 2019 年, 公司燃料化工板块中成品油、橡胶等产品以自营采购、市场销售为主, 对市场研判后自主决定进货成本和销售价格, 在市场面对广大终端用户销售货物; 煤炭产品以代理为主, 对下游收取 10%~20% 保证金, 保证金的收取比例一般根据合作客户的资信情况和经营实力确定。燃料化工板块 2019 年营业成本支出中, 现金支付占比约 96%。

(1) 煤炭及制品

近年来, 国内外煤炭行情波动较大, 为降低亏损风险, 2018 年煤炭贸易经营模式完成了由自营为主到全代理的转变。公司煤炭代理模式主要为代订货模式, 即代理进口模式。代订货模式即根据下游客户的需要, 在收到下游客户 10%~20% 的保证金后, 按需向上游供应商采购并开具进口信用证, 货物存储在国有第三方仓库(港口), 由公司完成报关报检手续。货物通关后, 由下游客户带款提货, 提货期一般为 45 天。存贮过程中保证金金额会随货物价格波动有所变化。提货方面, 客户带款提货, 如下游客户无法如期提货, 公司可通过提高保证金额度或变现等手段控制风险。

近年来, 进口煤炭与国内煤炭相比, 具有一定的价格优势, 公司调高了进口煤炭采购比例, 其中 2019 年进口煤炭采购比例达到 92%, 主要进口国为印度尼西亚, 以国际大型矿主或大型贸易商为主, 如 KIDECO、NOBLE、PEABODY 和 AVRA。国内采购方面, 公司与中国神华和中煤能源签订了长期的供货协议, 形成长期稳定的优质资源供应系统。公司与上游企业采用的结算方式一般为银行承兑汇票或信用证, 期限一般为 3~6 个月。

在下游销售方面, 公司主要销售对象包括大型电厂及贸易商。2019 年, 公司对前五大客户的销售额约占煤炭业务总销售额 87%, 集中度很高, 主要客户包括东莞源强达能源有限公司、广州鑫丰润能源科技有限公司、嘉禾县鑫嘉润科技能源有限公司、广州国林能源科技有限公司和东莞市鑫林能源科技有限公司。

(2) 石油化工

公司石油化工产品主要包括石油化工、生物化工、林产化工、农用化工、有机化工原料、无机化工原料、剧毒物品和民用爆炸物品等。

石油化工类代表产品是石油化工品混合芳烃, 采购以进口结合国内, 上游向全球大宗商品交易巨头采购(东方石油新加坡公司、阿联酋国家石油、嘉能可、摩科瑞等), 开具 90 天远期信用证, 对下游要求客户带款提货, 全过程无资金风险敞口。由于进口可采用择机锁价, 因此可以规避在途时间差引起的价格下跌风险。

公司燃料油经营以进口油为主, 开展自营和代理业务。在燃料油经营方面, 公司通过与上游供应商建立战略合作关系降低购货成本, 通过与下游国内大型炼油厂建立稳定供应关系降低库存量, 进一步提升了燃料油贸易的效益。

化工材料及制品销售方面, 公司经营的合成橡胶产品主要由吉化集团公司、湖南岳化化工股份有限公司、燕山石化公司等大型石化厂家提供, 采购方式为直接从厂家批量、均衡进货, 经过长期稳定的业务合作, 公司已成为上述厂家在广东地区的销售总代理。公司的天然橡胶产品以进口为主, 国内采购为辅; 塑料产品主要为普通塑料, 产品来源国产和进口资源并重, 销售主要面

向广东地区。在采购结算方面，公司主要通过现金和银行承兑汇票的方式完成，一般账期为 3~6 个月，且前期需缴纳一定的保证金，保证金比例一般为采购金额的 20%~30%。

5. 物流及其他业务板块

物流及其他业务是公司营业收入的重要补充，聚丙烯项目投产后，将成为公司的重要利润来源。

公司物流及其他业务板块主要包括巨正源、木材市场销售、无害化处理、拍卖业、土地收储保证金等商品以及物业管理业务。公司 2019 年吸收合并商贸控股集团，商贸控股集团主营业务为电子产品销售、食品饮料销售和服装销售等，为公司营业收入的重要补充。

2016 年 9 月，公司通过参与定向增发成为巨正源控股股东。巨正源是集成品油贸易、运输及仓储为一体的石化产品综合服务商，主业包括成品油贸易、运输和仓储三大板块，在东莞和茂名拥有合计 54 万立方米石化仓储基地、在东莞库区拥有 5 万吨级成品油码头、在舟山拥有三艘总运力达 1.8 万吨的一级油轮。2017 下半年至 2018 年，OPEC 与俄罗斯为代表的产油国冻产预期提高油价，全球原油贸易量扩大。巨正源根据油品市场行情，拓展下游新客，扩大了油品贸易量。2018 年，巨正源营业收入同比大幅增长 169.61%至 33.28 亿元。随着油品贸易量扩大，运输及仓储成本有所增加。同时，2018 年 10 月份以后国际原油市场由于需求不济，加上美国、沙特和俄罗斯持续增产，油价回落，市场快速下行，第四季度低毛利订单拉低了全年毛利率。2018 年，巨正源综合毛利率为 6.06%，同比下降 4.77 个百分点。2019 年，成品油贸易市场震荡，下游需求低迷，巨正源规避风险，缩减成品油贸易规模，受益于聚丙烯项目投产，全年实现营业收入 19.85 亿元，同比减少 40.35%，但综合毛利率大幅上升至 21.90%。

巨正源油品贸易业务经营模式主要包括下游锁单及自营，2019 年占比分别为 85%和 15%。产品结构以航空煤油为主。采购方面，油品贸易上游供应商主要为中海油、中石油等炼厂，结算方式为先款后货，结算周期约 15 天；2019 年前五名供应商采购额占比为 93.00%，集中度很高。销售方面，下游客户类型涵盖贸易商、生产商及通航、民航企业，客户主要包括福建昊润石化有限公司、广东中石油国际事业有限公司和浙江自贸区源巨新石油化工有限公司等，结算方式为先款后货，收讫客户全款后按合同约定的码头交货，结算周期约 15 天；或储存于巨正源立沙岛油库后，根据市场行情分批销售（即自营模式）；2019 年油品贸易下游前五名客户集中度为 84.00%，集中度很高。

凭借巨正源的区位及码头资源优势，公司以巨正源为平台建设聚丙烯项目。聚丙烯项目位于东莞立沙岛，计划产能 120 万吨/年，分两期建设，产能各 60 万吨/年，已列入广东省 2018 年重点建设项目、东莞市重大项目，项目建设执行“绿色通道”程序。聚丙烯项目采用国内外成熟、先进的丙烷脱氢工艺和聚丙烯工艺，以丙烷为原料，脱氢后产品为丙烯，丙烯通过聚合生成聚丙烯产品。该生产工艺下，聚丙烯产品在生产成本及节能环保等方面相较传统石油化工和煤化工工艺均具有竞争优势，且生产装置临近码头及高速公路，交通运输方便，未来项目投产后在丙烷原料及产成品运输方面成本控制能力较强。

聚丙烯一期项目已于 2019 年 9 月底完工，并于 2019 年 10 月投产。截至 2019 年底，聚丙烯一期项目销售聚丙烯 10.65 万吨，实现销售收入 7.74 亿元。聚丙烯二期项目将于 2020 年开始投建，预计总投资 58.62 亿元，2020 年计划投资 10.00 亿元，预计于 2021 年底建成。

6. 重大事项

(1) 处置广东广物房地产 45%股权

公司转让广物房地产股权有助于公司聚焦主业，补充流动资金，有助于公司优化资本结构。

公司全资子公司广东物资产业（集团）有限公司持有广物房地产 45%的股权，为其第一大股东（未纳入合并范围）。2017 年，为响应广东省委省政府、广东省国资委关于省属国企主业结构调整的战略部署，公司决定有序退出传统住宅类房地产领域，着力聚焦核心主业。2018 年 3 月，公司将持有的广物房地产 45%股权以 51.02 亿元的交易对价转让给天津汇萌置业有限公司，实现一次性投资收益 39.40 亿元。

(2) 重组合并商贸控股集团

公司重组合并商贸控股集团（不含广弘资产经营有限公司）有助于提升公司的资本实力，完善业务布局，发挥协同效应。

2019 年 5 月 5 日，广东省国资委转发了《广东省人民政府关于同意广物控股集团、商贸控股集团改革重组方案的批复》（粤府函〔2019〕98 号），将商贸控股集团重组并入公司。

商贸控股集团原系广东省省属企业。截至 2018 年底，商贸控股集团（剥离广弘资产经营有限公司）资产总额为 32.45 亿元，所有者权益为 24.09 亿元（归属于母公司所有者权益 23.36 亿元），资产负债率为 25.76%。2018 年实现营业收入 22.80 亿元，净利润 1.31 亿元（归属于母公司净利润 1.21 亿元）。商贸控股集团拥有存量土地面积 16.49 万平方米，以及 7 万平方米国家直属储备粮库。

重组完成后，公司要从传统商贸企业实现产业转型升级，形成以生产性服务业、产业地产和先进石化相关产业为主，集流通和制造联动的业务格局，成为服务粤港澳大湾区建设的生产性综合服务商。

7. 在建工程

(1) 在建项目

公司在建项目尚需投资金额较大，资金来源以银行贷款为主，面临一定资金支出压力，且建成后投资回报存在一定不确定性。

在建工程方面，公司主要在建项目包括广物汽贸连锁经营项目、东莞中堂广东鱼珠国际木材交易中心和丙烷脱氢制高性能聚丙烯（二期）项目等，预计总投资规模 90.19 亿元，截至 2019 年底已完成投资 22.55 亿元，2020 年计划投资 11.32 亿元。广物汽贸连锁经营项目主要包括广佛汽车城、汕尾汽车城及阳江汽车城，其中汕尾汽车城占地面积 41,644 平方米，项目用地已通过招拍挂以成本价取得（商业用地，成本价获取 1,886.5 万元），园区内长安福特、东风本田和别克雪佛兰双品牌 4S 店已建成开业；阳江汽车城占地面积 84,009 平方米，公司已于 2016 年底通过招拍挂以成本价获取项目用地（商业性质，5,700 万元），未来定位为集汽车展销、汽车文化、酒店办公、配套服务等功能为一体的汽车城。

表 12 截至 2019 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

	总投资金额	预计完工时间	截至 2019 年底已投资额	2020 年计划投资	资金来源
广物汽贸连锁经营项目	20.00	2026 年	17.22	0.52	自有资金、银行贷款等
东莞中堂广东鱼珠国际木材交易中心	10.00	2022 年	4.60	0.00	自有资金、银行贷款等
丙烷脱氢制高性能聚丙烯（二期）	58.62	2021 年	0.00	10.00	自有资金、银行贷款等

广东生活环境无害化处理中心（广州市医疗废物集中处置）升级改造 项目	1.57	2020 年	0.73	0.80	自有资金、银行贷款等
合计	90.19	--	22.55	11.32	--

资料来源：公司提供

（2）旧改项目

黄埔鱼珠临港商务区项目体量较大，建成后公司有望获得可观的投资收益；其余三旧改造项目通过政府收储返还补偿金的形式实现资产增值收益。政府收储模式下土地招拍挂进度及土地价格受外部因素影响大，未来收益实现时间及回报金额存在不确定性。

根据广东省及广州市政府关于三旧改造的相关批复，公司现有部分资产已纳入三旧改造范围。截至 2019 年底，公司共有占地面积 50.65 万平方米（不包含已交储的鱼珠地块住宅部分）的土地资产纳入三旧改造范围。

①鱼珠地块三旧改造项目

鱼珠地块三旧改造项目包括商业和住宅两部分。根据《关于黄埔鱼珠临港商务区首期启动区鱼珠物流基地和鱼珠木材市场改造项目的批复》（穗旧改复〔2013〕8 号），商业部分（以下简称“黄埔鱼珠临港商务区项目”）由公司与保利地产合作开发。2014 年，公司和保利地产合作成立项目公司广州物产前通贸易有限公司和广州物产美通贸易有限公司，公司仅用土地出资，持有两家项目公司各 50% 的股权，按土地账面价值 3.52 亿元计入公司“长期股权投资-成本”科目。保利地产以货币资金出资，并负责完成后续项目开发，其持有两家项目公司剩余 50% 的股权。2015 年公司制改制后，公司将用于出资两家公司的土地评估溢价共 49.23 亿元计入“应收股利”科目，贷方计入“未分配利润”；待项目完工后，公司将用收益分成获得的部分物业抵减应收股利。

黄埔鱼珠临港商务区项目占地面积 57.87 万平方米，商业金融类建筑面积 111.88 万平方米。项目建设完成后，公司约可获得逾 30 万平方米物业，业态包括商场、写字楼、酒店及公寓，预计交付时间为 2021 年底。这部分物业未来的入账方式为实物交付，资产入账，盈利模式为物业租赁，目前评估货值为 200 亿元。

住宅部分土地 9.37 万平方米，采取政府收储返还土地补偿金形式实现资产增值收益。公司分别于 2017 年 12 月收到补偿款 7.42 亿元、2018 年收到补偿款 14.79 亿元、2019 年收到补偿款 0.94 亿元，合计已获得补偿款 23.14 亿元，剩余补偿款 0.56 元尚未到账。

②吉山三旧改造项目

吉山三旧改造项目用地约 16.64 万平方米（包括商业及住宅两部分），位于天河区奥体新城整体规划范围内。2015 年 7 月 8 日，公司与广州珠江实业集团有限公司就商业部分共同开发（公司土地出资）签订了合作框架协议。2015 年 12 月，公司就住宅部分与广州市土地开发中心签订收储协议，待土地整理完成后挂牌出让，实现资金返还；公司预计住宅部分补偿规模约 55 亿元，将于 2020 年底收储。根据收储协议，广州市土地开发中心应支付公司保证金 6.70 亿元（已于 2015 年计入物流及其他板块收入），截至 2019 年底，公司已收回 4.71 亿元。

8. 经营效率

2017—2019 年，公司整体经营效率逐年下降，处于行业较好水平。

2017—2019 年，公司应收账款周转次数分别为 30.52 次、24.61 次和 20.79 次，存货周转次数分别为 11.46 次、9.78 次和 9.39 次，总资产周转率分别为 1.53 次、1.26 次和 1.15 次，均呈逐年下降态势。

9. 经营关注

（1）新型冠状病毒肺炎疫情增加汽车行业下行压力

汽车销售板块作为公司的传统优势板块，是公司收入和利润的主要来源之一。近年来，汽车行业景气度下行，公司汽车销售业务逐年下降，同时，新冠疫情还造成国内购车需求和消费能力短期内明显下降。未来若汽车行业销量持续下降，将会对公司的盈利能力和偿债能力产生不利影响。

（2）大宗商品价格波动风险

受宏观经济增速回落、中美贸易战等因素的影响，大宗商品存在一定的价格波动风险，不利于公司控制经营风险。

（3）大宗商品贸易板块毛利润较低风险

大宗商品贸易收入规模在公司营业收入总规模中的占比较高，较低的毛利率对公司的整体盈利水平有较大的影响。

（4）在建项目存在较大的资金支出压力

公司在建项目尚需投资规模较大，未来面临较大的资金支出压力，且建成后投资回报存在不确定性。

10. 未来发展

公司根据行业发展趋势以及自身经营状况制定了未来发展规划，有一定可实施性。

公司未来发展战略为“一体两翼”：即形成以三大主业（先进石化相关产业、生产性服务业、产业地产）为主体，金融和信息产业为两翼的流通、制造联动业务格局，力争实现产融良性互动，相互协调、有限多元的产业格局，努力打造具有较强控制力和影响力的省属国有资本投资公司。

能源化工板块：以“聚丙烯为主的先进化工材料制造业务、现代石化仓储物流业务、新材料新能源供应链服务”为主营业务。公司拟以巨正源为平台，整合集团能化板块，打造以聚丙烯为主的先进石化相关产业，形成集能源化工仓储、物流、生产、研发一体化产业链，吸引行业龙头企业，共建高分子产业园；产业链上游建设 120 万吨/年的丙烷脱氢制聚丙烯项目；产业链下游建设大型天然气、芳烃的码头、仓罐基地。公司将以巨正源为发展载体，立足东莞立沙岛精细化工园区，进一步拓展上下游产业，通过稳步实施三步走发展规划，力争在 2035 年打造集轻烃运营、聚丙烯制造、高分子材料改性及氢气综合利用与一体的聚丙烯及相关产业制造商和运营商。

商品贸易板块：以“汽车综合服务、金属建材、木材、固体废弃物处置、现代物流”为主营业务。在汽车综合服务板块，力争发展成为华南地区最大的汽车综合服务供应链集成商，致力开拓汽车后服务市场；在金属建材和木材板块，以现有业务为基础拓展供应链集成服务，搭建并完善商品电子交易平台，达到对大宗商品客户提供采购、运输、仓储、技术服务、销售、结算最终送达的一站式全方位服务；在固体废弃物处置板块，深化行业技术研发，加快医疗废物处置产业全省布局，加速打造全省医疗废物无害化处置标杆企业。

产业地产板块：以“产业园区、城市综合体开发运营”为主营业务。以“产业为核心、地产为辅助”，充分发挥公司产业多元化和约 316 万平方米的土地面积（其中在穗约 2,000 亩存量土地）优势，结合粤港澳大湾区规划和珠江三角洲地区改革发展规划纲要，构筑以产业园区、城市综合体开发运营为主的产业地产，培育和发展新兴产业集群，形成一定影响力及辐射区域的产业园区。未来重点通过三旧改造方式盘活集团下属存量土地，以现有 2,000 多亩的土地为基础，建设及运营国际水准的综合物流园区、科技孵化园区、文化创意园区、特色小镇，大力发展产业地

产，服务于广东省“一带一路”战略。发展方向为开发运营广物控股集团“三旧”改造项目、广物国际孵化中心、专业市场、物流交易园、汽车城、城市综合体等商业地产和产业地产、商业物业经营，存量土地开发后预计估价达 400 亿元。

公司在发展三大主业的同时，充分利用港口码头铁路资源、物流基地、省电子口岸平台，打造专业化、产业化现代物流体系，发挥广物物流集团中欧、中亚、南亚班列优势，高标准建设广东国际铁路产业经济区；利用商贸控股集团下属华大物流 7 万平方米国家直属储备糖库优势，提供经销代理、仓储、保税物流、运输配送、电子商务、仓储管理等服务；充分利用电子口岸平台的通道资源、用户资源和数据资源，为跨境贸易提供特色增值服务，为广东省参与“一带一路”战略和发展实体经济提供服务。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 年度合并财务报表由天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留审计意见。2019 年 4 月，财政部发布《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6 号），公司财务报表中若干比较报表数据已经过重新编排以符合报告格式要求。

从合并范围看，2018 年公司处置 1 家子公司；2019 年，公司新纳入合并范围的子公司共 36 家，注销 6 家子公司。截至 2019 年底，公司合并范围内共 235 家子公司，其中二级子公司 18 家；三级子公司 191 家，四级子公司 26 家。公司合并范围变化较大，对财务数据可比性有一定影响。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 390.88 亿元，负债合计 227.47 亿元，所有者权益（含少数股东权益）163.41 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 142.89 亿元。2019 年，公司实现营业收入 417.84 亿元，净利润（含少数股东损益）4.41 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.84 亿元；经营活动现金流量净额 23.22 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.47 亿元。

2. 资产质量

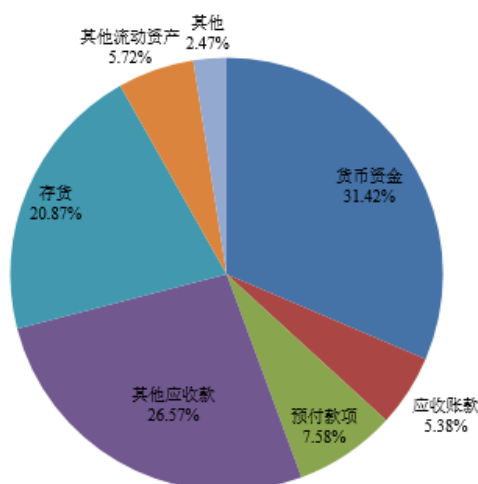
近年来，公司资产规模波动增长，资产结构较均衡，货币资金较为充裕。公司在广州市及周边区域拥有较为丰富的优质土地资产，未来有望为公司带来较为可观的资产增值收益，公司整体资产质量较好。

2017—2019 年，公司资产规模波动增长，年均复合增长 4.26%。截至 2019 年底，公司资产总额 390.88 亿元，较年初增长 15.92%；其中，流动资产占 52.96%，非流动资产占 47.04%，流动资产与非流动资产占比相当。

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产波动下降，年均复合下降 0.15%。截至 2019 年底，公司流动资产 207.01 亿元，较年初增长 12.76%；流动资产主要由货币资金（占 31.42%）、应收账款（占 5.38%）、预付款项（占 7.58%）、其他应收款（占 26.57%）、存货（占 20.87%）和其他流动资产（占 5.72%）构成。

图 5 截至 2019 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 14.32%，主要系公司出售广物房地产股权产生大额现金回流所致。截至 2019 年底，公司货币资金 65.04 亿元，较年初增长 18.46%；其中，银行存款占 66.64%，其他货币资金占 33.35%。其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金及履约保证金。截至 2019 年底，公司受限货币资金为 4.97 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。

2017—2019 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 29.47%。截至 2019 年底，公司应收账款 11.13 亿元，较年初增长 44.19%，一方面是由于金属业务板块加快结算，在年末确认应收账款规模较多；另一方面是由于汽贸板块在与上海先合锋众企业发展有限公司发生一笔大宗购销业务所致；其中账龄 1 年以内的应收账款净额占 96.87%；1 年以上的占 3.13%（坏账计提比例为 48.69%，计提较为充分）；按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款 8.74 亿元，占应收账款合计比例 40.28%，集中度较高。

2017—2019 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长 5.52%。截至 2019 年底，公司预付款项 15.70 亿元，较年初增长 59.60%，一方面是由于 2020 年春节较往年提前，汽贸板块于 2019 年底开始备库，较往年提前向上游厂家及供应商支付的购货款，另一方面是由于聚丙烯一期项目建成投产，巨正源预付原材料采购款增加所致。其中，账龄 1 年以内的预付款项余额占 69.24%，1~3 年的占 8.84%，3 年以上的占 21.92%；预付款项坏账计提比例为 23.57%，计提较为充分；按欠款方归集的期末余额前五名的预付款项 7.41 亿元，占预付账款比例 36.08%，集中度较高。

2017—2019 年，公司其他应收款波动下降，年均复合下降 14.26%。截至 2019 年底，公司其他应收款 54.99 亿元，较年初增长 0.50%；其中，应收股利 49.30 亿元（占 89.65%），未收回的原因主要为合作开发物业尚未完工。

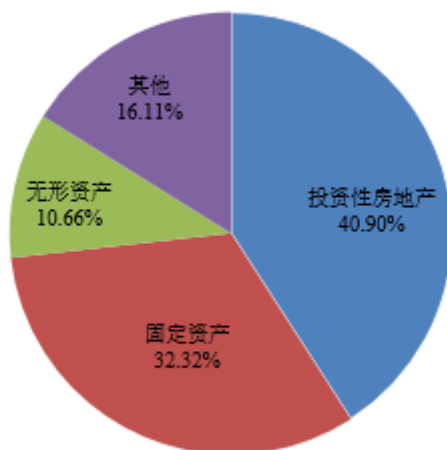
2017—2019 年，公司存货波动下降，年均复合下降 1.37%。截至 2019 年底，公司存货 43.21 亿元，较年初增长 11.29%，主要以库存商品（占 77.45%）为主，包括汽车、钢材等产品，公司存货计提跌价准备 0.52 亿元，计提比例较低，考虑到汽车行业景气度下行以及钢铁价格波动较大，公司存货存在一定跌价风险。

2017—2019 年，公司其他流动资产逐年下降，年均复合下降 10.99%。截至 2019 年底，公司其他流动资产 11.83 亿元，较年初下降 11.22%，主要系理财产品到期收回所致。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 10.00%。截至 2019 年底，公司非流动资产 183.87 亿元，较年初增长 19.71%；非流动资产主要由投资性房地产（占比 40.90%）、固定资产（占 32.32%）和无形资产（占 10.66%）构成。

图 6 截至 2019 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

公司投资性房地产以公允价值模式计量。2017—2019 年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 8.77%。截至 2019 年底，公司投资性房地产 75.21 亿元，较年初增长 23.21%，主要系公司合并商贸控股集团以及将自用房地产转入所致；公司投资性房地产主要由土地使用权（占 33.07%）和房屋建筑物（占 66.93%）构成，包括中达广场和部分鱼珠地块等。

2017—2019 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 85.56%。截至 2019 年底，公司固定资产 59.42 亿元，较年初增长 243.65%，主要系丙烷脱氢制高性能聚丙烯项目转固以及巨正源采购配套设备所致；固定资产成新率为 76.02%，成新率尚可。

2017—2019 年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长 10.04%。截至 2019 年底，公司无形资产 19.61 亿元，较年初增长 6.61%，公司无形资产以土地使用权（18.50 亿元）为主。

截至 2019 年底，公司受限资产账面价值合计 56.26 亿元，受限资产占资产总额的 14.39%，受限比例一般。

表 13 截至 2019 年公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	4.97	保证金
应收票据	1.12	质押
应收账款	0.14	质押
固定资产	11.42	银行借款抵押
投资性房地产	35.20	长期贷款和租赁保理业务抵押、质押
在建工程	0.19	融资租赁借款抵押
无形资产	3.22	银行借款抵押
合计	56.26	-

资料来源：公司审计报告

3. 负债及所有者权益

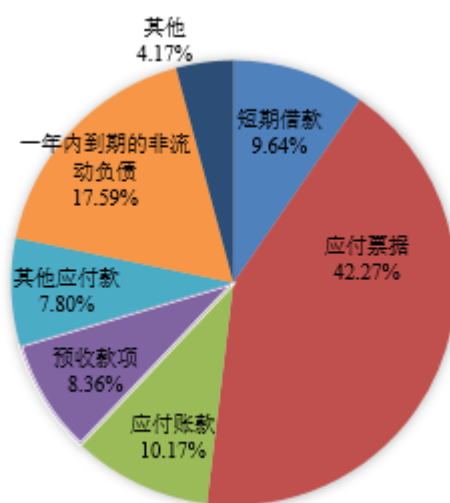
(1) 负债

近年来，公司负债规模波动下降，以流动负债为主；整体债务负担较重，短期债务占比较高。

2017—2019 年，公司负债规模波动下降，年均复合下降 7.04%，主要系流动负债下降所致。截至 2019 年底，公司负债合计 227.47 亿元，较年初增长 4.56%；其中，流动负债占比 61.95%，非流动负债占比 38.05%，以流动负债为主。

2017—2019 年，公司流动负债波动下降，年均复合下降 15.32%。截至 2019 年底，公司流动负债合计 140.93 亿元，较年初增长 14.67%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致，公司流动负债主要以短期借款（占 9.64%）、应付票据（占 42.27%）、应付账款（占 10.17%）、预收款项（占 8.36%）、其他应付款（占 7.80%）和一年内到期的非流动负债（占 17.59%）为主。

图 7 截至 2019 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司短期借款逐年下降，年均复合下降 58.53%，主要系公司调整债务结构，减少短期债务占比所致。截至 2019 年底，公司短期借款 13.58 亿元，较年初下降 57.78%；公司短期借款以信用借款（占 60.38%）和保证借款（占 30.49%）为主。

2017—2019 年，公司应付票据逐年增长，年均复合增长 16.03%。截至 2019 年底，公司应付票据 59.57 亿元（银行承兑汇票占 99.90%），较年初增长 33.05%，主要系聚丙烯一期项目建成并开始投产，巨正源使用票据采购原材料所致。

2017—2019 年，公司应付账款波动下降，年均复合下降 9.98%，主要系 2018 年公司加大了对燃料化工板块的产业调整，部分业务销售规模有所下降，因而向上游供应商的采购规模亦有所减少，2019 年随着燃料化工板块业务调整完成，该板块的采购规模较上年有较大程度回升所致。截至 2019 年底，公司应付账款 14.34 亿元，较年初增长 42.97%，其中账龄 1 年以内的应付账款占 97.40%。

2017—2019 年，公司预收款项逐年下降，年均复合下降 15.61%，主要系受宏观经济增速减缓影响，下游客户提前预付款项采购商品的规模有所降低所致。截至 2019 年底，公司预收款项 11.79 亿元，较年初下降 0.60%。

2017—2019 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 24.16%。截至 2018 年底，公司其他应付款 10.85 亿元，较年初下降 43.39%，主要系根据三旧改造的建设进度，退还合作方保利集

团预付的履约保证金 5.00 亿元所致。截至 2019 年底，公司其他应付款 10.99 亿元，较年初增长 1.23%；公司其他应付款主要为非关联方单位往来款及保证金。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 28.63%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 24.79 亿元，较年初增长 204.68 倍，主要系“15 粤物资 MTN001”“17 广物控股 PPN001”“17 广物控股 PPN002”即将到期，转入一年内到期的非流动负债所致。

2017—2019 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 13.90%。截至 2019 年底，公司非流动负债合计 86.54 亿元，较年初下降 8.56%，主要系应付债券减少所致，非流动负债主要由长期借款（占 64.28%）、应付债券（占 21.06%）和递延所得税负债（占 13.40%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 62.12%，主要系公司调整债务结构，增加长期债务占比所致。截至 2019 年底，公司长期借款 55.63 亿元，较年初增长 10.05%，其中质押借款占 18.99%，抵押借款占 53.10%，保证借款占 4.82%，信用借款占 23.09%。

2017—2019 年，公司应付债券波动下降，年均复合下降 24.52%。截至 2019 年底，公司应付债券 18.23 亿元，较年初下降 43.03%，主要系“15 粤物资 MTN001”“17 广物控股 PPN001”“17 广物控股 PPN002”即将到期，转入一年内到期的非流动负债所致。

2017—2019 年，公司全部债务波动下降，年均复合下降 5.83%。截至 2019 年底，公司全部债务 171.93 亿元，较年初增长 7.21%；其中，短期债务占比 56.97%，长期债务占比 43.03%，公司债务结构以短期债务为主。2017—2019 年，公司资产负债率逐年下降，分别为 73.20%、64.52%和 58.19%；全部债务资本化比率逐年下降，分别为 66.80%、57.27%和 51.27%；长期债务资本化比率波动下降，分别为 36.22%、41.05%和 31.17%。整体看，公司债务负担较重。

公司于 2018 年发行两期合计为 9 亿元的永续中期票据“18 广物控股 MTN001”和“18 广物控股 MTN002”，纳入所有者权益核算，考虑到上述债券在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。若将其纳入长期债务核算，截至 2019 年底，公司调整后全部债务为 180.93 亿元，其中短期债务占 40.87%，长期债务占 59.13%，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.50%、53.95%和 34.96%。

（2）所有者权益

近年来，公司所有者权益逐年增长，实收资本和资本公积占比较大，权益结构稳定性较高。2019 年，股东对公司进行增资，进一步增强了公司的资本实力和抗风险能力。

2017—2019 年，公司所有者权益规模逐年增长，年均复合增长 30.22%。截至 2019 年底，公司所有者权益合计 163.41 亿元，较年初增长 36.58%，主要系股东新增注资及吸收合并商贸控股集团所致；其中，归属于母公司的所有者权益 142.89 亿元（占 87.44%），少数股东权益 20.52 亿元（占 12.56%）；归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占 36.60%）、资本公积（占 30.54%）、其他权益工具（占 6.30%）、未分配利润（占 22.76%）构成。公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较大，权益结构稳定性较高。

4. 盈利能力

近年来，受汽车行业景气度下行及公司战略调整的影响，公司收入规模逐年下降，期间费用控制能力一般，投资收益对利润总额贡献大，主营业务盈利能力有待提高。

受市场环境及行业政策影响，加之公司积极调整自身产业布局，逐步压缩盈利能力较弱的钢材燃料等贸易业务的经营规模，2017—2019 年，公司分别实现营业收入 540.86 亿元、438.84 亿元和 417.84 亿元，逐年下降，年均复合下降 12.10%；公司营业成本分别为 514.00 亿元、415.61 亿

元和 392.00 亿元，年均复合下降 12.67%，与营业收入降幅基本一致。2017—2019 年，公司分别实现净利润 5.08 亿元、38.11 亿元和 4.41 亿元，2018 年公司净利润较高主要系公司出售广物房地产股权确认大额投资收益所致；归属于母公司所有者的净利润 4.40 亿元、37.02 亿元和 2.84 亿元。

期间费用方面，2017—2019 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 19.44%。2019 年，公司费用总额 23.12 亿元，同比增长 0.44%；其中，销售费用占比 47.26%，管理费用占比 29.86%，财务费用占比 20.47%，研发费用占 2.40%，以销售费用为主。2017—2019 年，公司销售费用波动增长，年均复合增长 1.63%，2019 年，公司销售费用 10.93 亿元，较上年增长 3.51%。2017—2019 年，公司管理费用逐年增长，年均复合增长 11.15%，2019 年，公司管理费用 6.90 亿元，较上年增长 15.59%，主要系人工成本增加所致。2017—2019 年，公司财务费用逐年下降，年均复合下降 22.27%，2019 年，公司财务费用 4.73 亿元，较上年下降 26.49%，主要系公司融资成本下降所致。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 4.44%、5.25%和 5.53%，公司期间费用控制能力一般。

非经营性损益方面，2017—2019 年，投资收益为 3.26 亿元、37.76 亿元和 2.87 亿元，分别占营业利润的 44.86%、89.61%和 55.68%，2018 年投资收益主要来自广物房地产股权转让确认的投资收益，为当期公司利润的重要来源。

盈利指标方面，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 4.74%、5.07%和 5.95%，营业利润率逐年上升。2017—2019 年，公司总资本收益率分别为 4.59%、15.66%和 3.17%，总资产报酬率分别为 4.41%、14.29%和 3.07%，净资产收益率分别为 5.54%、35.29%和 3.11%，均呈波动下降趋势。

5. 现金流

近年来，受主营业务经营特点影响，公司经营活动现金流状况良好，获现能力强，经营活动产生的现金基本能够覆盖公司投资活动资金需求，筹资活动现金持续净流出。

从经营活动看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量逐年下降，分别为 641.20 亿元、559.97 亿元和 531.15 亿元，年均复合下降 8.99%，主要系公司收入规模逐年下降所致，其中 2019 年较上年下降 5.15%。2017—2019 年，公司经营活动现金流出量逐年下降，年均复合下降 9.26%，与经营活动现金流入量变动趋势基本一致。综上，2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 24.30 亿元、32.49 亿元和 23.22 亿元，公司经营活动现金持续净流入。2017—2019 年，公司现金收入比分别为 110.45%、117.44%和 117.32%，收入实现质量较好。

从投资活动看，公司投资活动现金流主要系公司购买赎回理财产品产生。2017—2019 年，公司投资活动现金流入量逐年下降，年均复合下降 65.20%，金额分别为 276.01 亿元、179.34 亿元和 33.42 亿元。2017—2019 年，公司投资活动现金流出量逐年下降，年均复合下降 66.45%。综上，2017—2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-7.23 亿元、5.36 亿元和 1.55 亿元，由净流出转为净流入。

从筹资活动看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量逐年下降，年均复合下降 16.66%，2019 年，公司筹资活动现金流入 131.91 亿元，同比下降 17.74%，主要系取得借款收到的现金下降所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出量逐年下降，年均复合下降 16.41%，主要系偿还债务支付的现金下降所致。综上，2017—2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-19.55 亿元、-36.79 亿元和-14.47 亿元，持续净流出。

6. 偿债能力

近年来，公司偿债能力指标表现一般，但考虑到公司融资渠道畅通、未使用银行授信规模较大、过往债务履约情况良好及区域行业地位突出、股东背景雄厚等因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率逐年上升，分别为 1.06 倍、1.49 倍和 1.47 倍，速动比率波动上升，分别为 0.83 倍、1.18 倍和 1.16 倍；受现金类资产增长影响，现金短期债务比波动上升，分别为 0.38 倍、0.77 倍和 0.72 倍，现金类资产对短期债务保障能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 波动下降，年均复合下降 10.14%。2019 年，公司 EBITDA 为 15.03 亿元，同比下降 71.59%；其中，折旧和摊销占比 25.58%，计入财务费用的利息支出占比 35.66%，利润总额占比 38.76%。2017—2019 年，公司 EBITDA 全部债务比波动下降，分别为 0.10 倍、0.33 倍和 0.09 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数波动上升，分别为 2.38 倍、7.36 倍和 2.43 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可。

截至 2019 年底，公司不存在重大未决诉讼及仲裁事项。

截至 2019 年底，公司对外担保余额为 0.19 亿元，被担保企业目前经营正常，公司或有负债风险很小。

截至 2019 年底，公司获得的银行授信总额为 359.07 亿元，未使用授信额度为 222.25 亿元，间接融资渠道畅通。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：4401000000070282），截至 2020 年 5 月 22 日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录；有已结清不良/违约类贷款 4 笔，关注类贷款 2 笔，系银行内部系统升级，将历史贷款重新分类所致。

7. 公司本部财务概况

母公司作为控股平台，无实际经营业务，利润来源以投资收益为主；同时，母公司承担了部分融资职能，考虑到母公司货币资金较为充足，同时设有资金运营中心，会对下属子公司进行资金归集，母公司偿债能力极强。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 238.74 亿元，流动资产为 51.12 亿元，非流动资产为 187.62 亿元。流动资产主要由货币资金（33.86 亿元）、其他应收款（12.62 亿元）和其他流动资产（4.64 亿元）为主。其他应收款主要为内部往来款。非流动资产主要由长期股权投资（168.52 亿元）和投资性房地产（17.40 亿元）构成。

截至 2019 年底，母公司负债合计 96.70 亿元，主要由其他应付款（48.25 亿元）、长期借款（12.85 亿元）和应付债券（32.00 亿元）构成，债务结构以长期债务为主。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 142.04 亿元，主要由实收资本（52.30 亿元）、资本公积（50.30 亿元）和未分配利润（26.16 亿元）构成。

母公司作为控股平台，基本无经营收入，2019 年营业收入为 0.20 亿元，利润总额为 1.04 亿元，投资收益对利润总额影响较大。2019 年，母公司财务费用为 1.82 亿元，投资收益为 3.13 亿元。

2019 年，母公司经营活动产生的现金流量净额为 10.24 亿元，主要为内部往来款；投资活动产生的现金流量净额为 0.70 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 -5.00 亿元。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年底，公司全部债务合计 171.93 亿元，本期拟发行的公司债券规模不超过 15.00 亿元，对公司债务负担影响较小。

以 2019 年底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 15.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别为 59.74%、53.36%和 35.26%，较发行前分别上升了 1.54 个百分点、2.09 个百分点和 4.09 个百分点，债务负担进一步加重。

2. 本期公司债券偿还能力分析

以 2019 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 15.03 亿元，为本期债券发行额度（15.00 亿元）的 1.00 倍，覆盖程度较高；公司经营活动现金流入量为 531.15 亿元，为本期债券发行额度（15.00 亿元）的 35.41 倍，覆盖程度高；公司经营活动现金净流量为 23.22 亿元，为本期债券发行额度（15.00 亿元）的 1.55 倍，覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为华南地区汽车销售和大宗商品贸易领域的知名企业，在区域行业地位、经营规模、资产质量、股东背景等方面具有的竞争优势，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

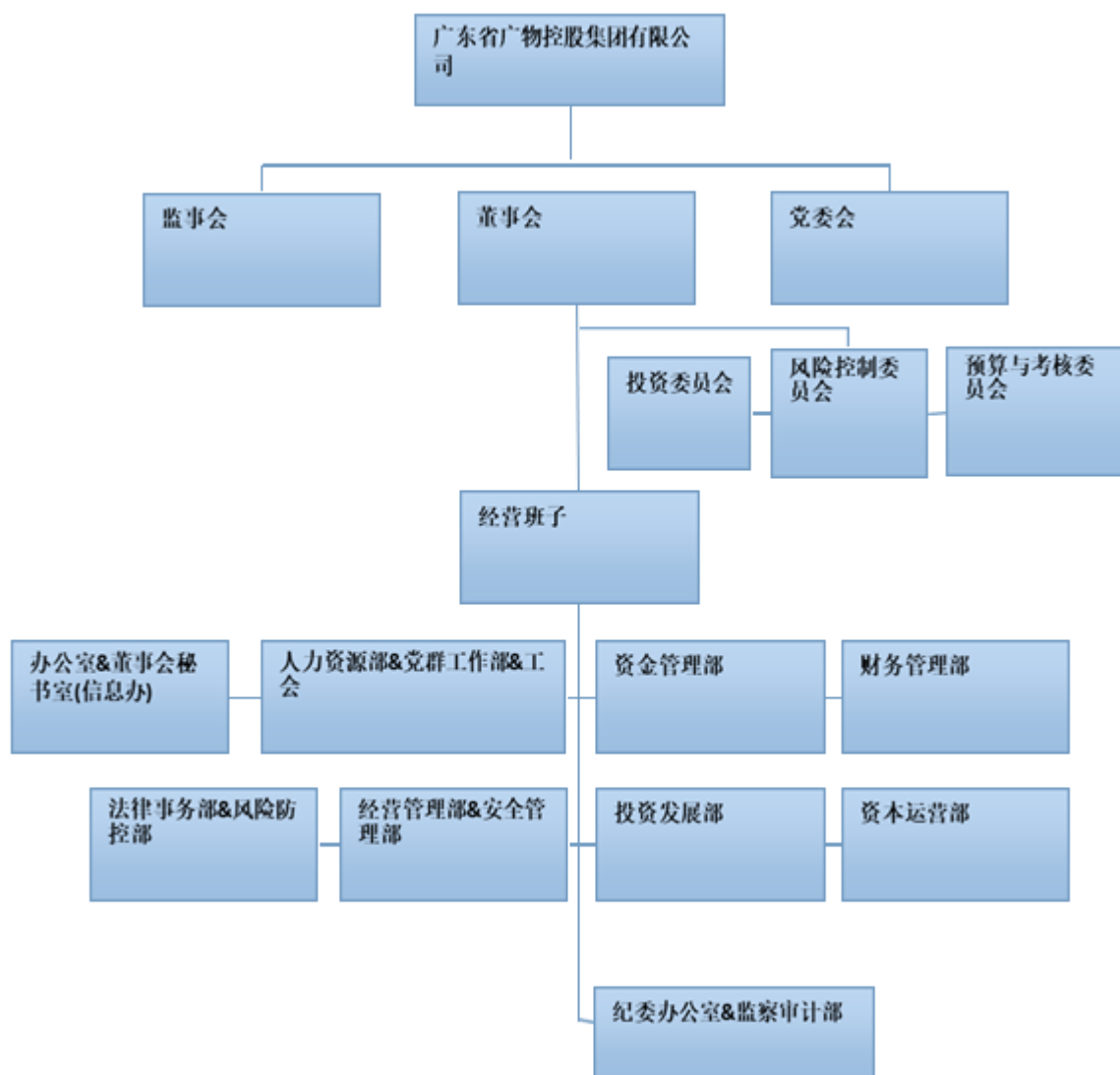
九、综合评价

公司作为国家重点培育的 20 家流通领域大集团之一，在区域行业地位、经营规模、自有品牌、资产质量、股东背景等方面具备的综合竞争优势。2019 年 5 月，广东省人民政府将商贸控股集团无偿划转给公司，并将公司定位为服务粤港澳大湾区建设的生产性综合服务商。此外，2019 年，公司股东对公司增资 10.30 亿元，进一步增强了公司资本实力和抗风险能力。同时联合评级也关注到，汽车行业景气度下行、大宗商品价格波动性较大、公司综合毛利率较低、整体债务负担较重及在建工程尚需投资规模较大等因素对其经营发展及信用水平可能带来的不利影响。

未来随着聚丙烯项目二期建成达产，土地资产增值收益实现，公司综合实力将得到进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 广东省广物控股集团有限公司 组织结构图



附件 2 广东省广物控股集团有限公司

主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	359.61	337.19	390.88
所有者权益（亿元）	96.36	119.64	163.41
短期债务（亿元）	139.14	77.07	97.95
长期债务（亿元）	54.75	83.31	73.98
全部债务（亿元）	193.89	160.37	171.93
营业收入（亿元）	540.86	438.84	417.84
净利润（亿元）	5.08	38.11	4.41
EBITDA（亿元）	18.61	52.89	15.03
经营性净现金流（亿元）	24.30	32.49	23.22
应收账款周转次数（次）	30.52	24.61	20.79
存货周转次数（次）	11.46	9.78	9.39
总资产周转次数（次）	1.53	1.26	1.15
现金收入比率（%）	110.45	117.44	117.32
总资本收益率（%）	4.59	15.66	3.17
总资产报酬率（%）	4.41	14.29	3.07
净资产收益率（%）	5.54	35.29	3.11
营业利润率（%）	4.74	5.07	5.95
费用收入比（%）	4.44	5.25	5.53
资产负债率（%）	73.20	64.52	58.19
全部债务资本化比率（%）	66.80	57.27	51.27
长期债务资本化比率（%）	36.23	41.05	31.17
EBITDA 利息倍数（倍）	2.38	7.36	2.43
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.33	0.09
流动比率（倍）	1.06	1.49	1.47
速动比率（倍）	0.83	1.18	1.16
现金短期债务比（倍）	0.38	0.77	0.72
经营现金流流动负债比率（%）	12.37	26.43	16.48
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.24	3.53	1.00

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 长期应付款中的应付融资租赁款已调整计入长期债务

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 销售费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注： 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 广东省广物控股集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年广东省广物控股集团有限公司年报公告后两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广东省广物控股集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。广东省广物控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注广东省广物控股集团有限公司的相关状况，如发现广东省广物控股集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如广东省广物控股集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至广东省广物控股集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送广东省广物控股集团有限公司、监管部门等。

